



HAL
open science

Gestion de portefeuille de fonds : gestion active versus passive

Dorian Agacinski

► **To cite this version:**

Dorian Agacinski. Gestion de portefeuille de fonds : gestion active versus passive. Economies et finances. 2023. dumas-04402227

HAL Id: dumas-04402227

<https://dumas.ccsd.cnrs.fr/dumas-04402227>

Submitted on 18 Jan 2024

HAL is a multi-disciplinary open access archive for the deposit and dissemination of scientific research documents, whether they are published or not. The documents may come from teaching and research institutions in France or abroad, or from public or private research centers.

L'archive ouverte pluridisciplinaire **HAL**, est destinée au dépôt et à la diffusion de documents scientifiques de niveau recherche, publiés ou non, émanant des établissements d'enseignement et de recherche français ou étrangers, des laboratoires publics ou privés.



Distributed under a Creative Commons Attribution - NonCommercial - NoDerivatives 4.0 International License

Mémoire de stage/ de recherche / d'alternance (sélectionnez le bon terme)

Gestion de Portefeuille de Fonds

Gestion Active versus Passive

Présenté par : AGACINSKI Dorian

**Entreprise d'accueil : Luxcellence 2 rue
Jean l'Aveugle L-1148 Luxembourg**

**Date de stage : du 02/01/2023 au
30/06/2023**

Tuteur entreprise : Isabelle Heurteboust

**Master 2 Formation Initiale
Master Finance d'entreprise et Gestion des
Risques
2021 - 2023**



Avertissement :

Grenoble IAE, au sein de l'Université Grenoble Alpes, n'entend donner aucune approbation ni improbation aux opinions émises dans les mémoires des candidats aux masters en alternance : ces opinions doivent être considérées comme propres à leur auteur.

Tenant compte de la confidentialité des informations ayant trait à telle ou telle entreprise, une éventuelle diffusion relève de la seule responsabilité de l'auteur et ne peut être faite sans son accord.

RÉSUMÉ

Le sujet de ce mémoire porte sur les fonds d'investissement et la gestion de portefeuille. Il sera présenté donc les différentes méthodes de gestion de portefeuilles, à savoir la gestion active et la gestion passive. Parmi ces méthodes, nous retrouverons différentes techniques utilisées dans le cadre de la gestion active et passive pour réaliser de la performance et pour sélectionner les titres dans lesquels investir, les avantages et inconvénients seront mis en avant pour chaque technique. Une définition et présentation des fonds d'investissement sera effectuée, ce qui permettra de mieux comprendre l'environnement dans lequel les professionnels interviennent. Il est évident que le gestionnaire de portefeuille de fonds d'investissement est confronté à tous type de risques qui seront expliqués. Les risques sont également différents lorsque le gestionnaire suit une stratégie d'investissement active ou passive, ils seront donc analysés pour les 2 méthodes. Enfin, il serait improbable de parler de la gestion active et passive sans faire une comparaison de la performance, c'est ce que nous retrouverons en dernière partie pour étudier laquelle peut être la plus rentable.

Dans le cadre de ce Mémoire, aucune limite géographique n'a été imposée quant aux différents chiffres et à l'étude de la performance.

MOTS CLÉS : Gestion d'actifs : « portfolio management »

Indice boursier : « stock index »

Fonds d'investissement : « Investment Funds »

Gestion Active : « active management »

Gestion indicielle : « index management »

Titres financiers : « Financial Securities »

REMERCIEMENTS

Avant de rentrer dans le vif du sujet, il est nécessaire faire des remerciements à toutes les parties qui ont rendu ce projet possible. En effet, ce stage est une réelle opportunité tant sur le plan de l'expérience professionnelle acquise sur les fonds d'investissement et les risques, que sur le plan relationnel que celui-ci m'a apporté.

Dans le cadre du Master 2 Finance d'Entreprise et Gestion des Risques, j'ai eu la chance de réaliser mon stage au sein de Luxcellence Management Company SA. Pour cela, je suis donc reconnaissant auprès de l'entreprise qui a eu l'amabilité de m'accueillir ainsi qu'auprès de Grenoble IAE qui sans eux, cette expérience n'aurait pas eu lieu.

Je tiens donc à remercier Grenoble IAE qui nous offre l'opportunité de développer nos compétences professionnelles en conditions réelles dans le cadre de nos études pour une durée de 6 mois et ce même à l'étranger. Cette expérience est primordiale pour le commencement de la vie active, car nous permet d'acquérir de réelles connaissances nécessaires quant à la réalisation de notre projet professionnel.

Des remerciements sont bien évidemment nécessaires envers Luxcellence Management Company SA (« Luxcellence ») qui a su me faire confiance sur la réalisation des tâches qui m'étaient données, ces tâches m'ont permis de me familiariser avec les fonds d'investissement, mais surtout avec la gestion des risques. Cette société m'a offert un gain d'expérience, de compétence et de connaissance tout en veillant à ma bonne intégration au sein de l'équipe que l'entreprise possède. Mention spéciale pour l'ambiance de travail qui était très agréable avec du sérieux et de la rigolade ainsi que pour l'équipe à laquelle j'ai été assigné. Réaliser ce stage a été très plaisant avec une équipe toujours à l'écoute et prêt à m'aider en cas de difficulté.

Merci également à mon tuteur universitaire Mr SANFILIPPO Gilles qui a su m'encadrer tout au long de mon stage et qui a su concentrer mes idées afin de parvenir à un sujet qui je l'espère, vous plaira.

Enfin, merci à Mme Heurteboust, manager de l'équipe pour laquelle je travaillais, mais aussi tuteur professionnel, qui m'a par ailleurs donné des astuces pour la réalisation de ce mémoire, expliqué le détail des indicateurs de risque, ainsi que quelques détails techniques. Mme Heurteboust comme le reste de l'équipe était à l'écoute lorsqu'un problème survenait et s'est assurée de ma bonne intégration au sein du groupe. Elle est principalement à l'origine de la bonne ambiance au sein de l'équipe tout en restant focalisée sur le travail. Je tiens donc à la remercier

pour cette expérience qui sans doute au vu de la portée de l'entreprise, m'apportera de bonnes opportunités professionnelles futures.

Toutes ces personnes ont participé à l'élaboration de ce projet. Il me tenait donc à cœur de les remercier, car elles sont aussi à l'origine du sujet que je vais vous présenter.

SOMMAIRE

PRESENTATION DU GROUPE	7
INTRODUCTION	8
PARTIE 1 : - LA GESTION DE PORTEFEUILLE	9
CHAPITRE 1 – LA GESTION DE PORTEFEUILLE : HISTORIQUE ET TECHNIQUES.....	10
1.1 Le passé, l’essor et les acteurs de cette activité	10
1.1.1 Définition, chiffres clés et évolution.....	10
1.1.2 La présentation et le poids des fonds d’investissement.....	12
1.2 La Gestion Passive : Définition, historique, chiffres.....	16
1.2.1 Gestion passive et ETF	16
1.2.2 Risques et Diversification	19
1.3 La Gestion Active : Définition et Techniques	22
1.3.1 Présentation de la gestion active	22
1.3.2 Arbitrage, Analyse Technique et Market Timing	23
1.3.3 Stock Picking : Gestion value, growth, sector	26
PARTIE 2 : - RISQUES ET LIMITES	30
CHAPITRE 2 – L’ACTIVITE DE GESTION DES RISQUES ET INCONVENIENTS	31
2.1 Risques communs au portefeuille et fonds d’investissement	31
2.1.1 Les différents risques.....	31
2.1.2 Le rôle du Risk Analyst dans la gestion du risque	35
2.2 Gestion passive : risques et inconvénients	37
2.3 Gestion active : risques et inconvénients	41
PARTIE 3 : - COMPARAISON DE PORTEFEUILLE.....	45
CHAPITRE 3 – COMPARAISON GESTION ACTIVE PASSIVE	46
3.1 Comparaison active passive en fonction du style de gestion.	46
3.2 Comparaison active passive : Etude Récente	50
3.3 Comparaison active, passive de fonds provenant du même émetteur.	55
CONCLUSION.....	61

PRESENTATION DU GROUPE¹

Ce stage a été réalisé au sein de Luxcellence Management Company SA (« Luxcellence ») qui est la management Company de CACEIS S.A., elle-même filiale de Crédit Agricole et santander « CACEIS est un établissement bancaire, filiale des groupes Crédit Agricole et Santander, spécialisé dans les services financiers aux sociétés de gestion, compagnies d'assurances, fonds de pension, banques, fonds de private equity et real estate, broker et grandes entreprises. » (Comme mentionné sur le site officiel de CACEIS)

CACEIS est donc un établissement bancaire fournissant des services aux professionnels et grandes institutions. Pour cela, CACEIS a besoin d'une société de gestion gérant les demandes des différents fonds clients. C'est donc là que Luxcellence apparaît en janvier 1994, puis n'a cessé de se développer et d'obtenir différentes agrégations afin d'élargir ses possibilités de gestion. En tant que société de gestion, elle intervient sur les fonds OPCVM (« organismes de placement collectif en valeurs mobilières ») ainsi que sur les fonds d'investissement alternatifs (« AIF ») et dispose de sa propre structure de gouvernance, de ses propres dirigeants et d'une équipe de plus de 30 collaborateurs.

Luxcellence propose différents services adaptés aux fonds d'investissement AIF et OPCVM, parmi ceux-ci on retrouve les services classiques d'une société de gestion ; à savoir :

- La prise en charge des activités liées à la gestion quotidienne de leurs fonds, cela englobe donc : la gestion des investissements, administration centrale et distribution. Ces fonctions sont déléguées, mais restent sous la supervision de Luxcellence.
- Gestionnaire de fonds pour AIFM, agréé depuis 2014 et est donc habilité à agir en tant qu'AIFM pour de nombreuses stratégies : Hedge Funds, Funds of Funds, Equity Funds, Fixed Income Funds, Real Estate Funds. Luxcellence est donc habilitée à aider le lancement et la gestion des FIA (fonds d'investissement alternatifs)
- La gestion des risques : des équipes d'analystes sont composées et produisent donc des rapports de risque aux fonds clients. Elle offre donc un service de support pour la gestion des risques à des sociétés d'investissement autogérées et aux sociétés de gestion.

CACEIS fait partie des leaders mondiaux de l'Asset Servicing, et est également la première banque dépositaire et leader européen en tant qu'administrateur de fonds en Europe. Cette seconde activité de gestion des risques était donc l'activité dans laquelle j'intervenais dans le cadre de mon stage. C'est pour cela que mon mémoire portera également sur les différents risques dans le cadre de la gestion de portefeuille.

¹ Les informations sur le groupe sont tirées du site officiel de CACEIS et de Luxcellence.

INTRODUCTION

Ce mémoire va porter tout d'abord sur la gestion de portefeuille des fonds d'investissement, les différentes techniques qui peuvent être utilisées telles que la gestion passive et la gestion active, mais encore, les différents risques qui pèsent sur les différentes techniques de gestion et les fonds d'investissement.

Ce sujet est d'autant plus intéressant que l'activité de gestionnaire de portefeuille et les actifs sous gestion ont connu une croissance grandissante au cours des dernières décennies. On peut voir que de plus en plus d'acteurs investissent sur les marchés financiers et dans les fonds d'investissement : les récents records battus du CAC 40 témoignent de l'intérêt que portent les investisseurs aux marchés financiers, malgré un contexte plus que difficile ces dernières années. Les fonds d'investissement, eux aussi, connaissent une forte croissance avec des actifs sous gestion toujours de plus en plus élevés. C'est un secteur d'activité très attirant qui est devenu un facteur clé de l'économie, qui permet de créer de nombreux emplois et qui permet de financer un bon nombre d'acteurs économiques tels que les PME ou les entreprises avec des projets innovants.

La gestion d'actifs est donc un domaine d'activité de plus en plus présent, et vraiment d'actualité, de plus en plus d'investisseurs particuliers ont conscience des opportunités que celle-ci peut apporter, ce qui incite également les fonds d'investissement à croître leurs activités.

C'est pourquoi, ce sujet me tenait à cœur, d'autant plus que le stage s'est déroulé dans une Management Company fournissant des services à différents fonds d'investissement. Ce stage est donc vraiment en relation avec le sujet et également la gestion des risques puisque le rôle principal de cette expérience professionnelle était donc la production complète de l'analyse des risques sur les différents fonds.

Nous nous demanderons donc comment les OPCVM et AIF (fonds d'investissement) créent de la valeur par le biais de la gestion de portefeuille ?

Nous verrons dans une première partie une définition générale de la gestion d'actifs et des fonds d'investissement et leur rôle, avec également la présentation de la gestion active et passive. Dans un second temps, nous allons voir les risques qui pèsent sur les fonds d'investissement ainsi que sur les différentes techniques de gestion.

Enfin, nous ferons une comparaison de la performance des deux portefeuilles : un portefeuille de gestion active contre un portefeuille de gestion passive.

PARTIE 1 :

-

LA GESTION DE PORTEFEUILLE

CHAPITRE 1 – LA GESTION DE PORTEFEUILLE : HISTORIQUE ET TECHNIQUES

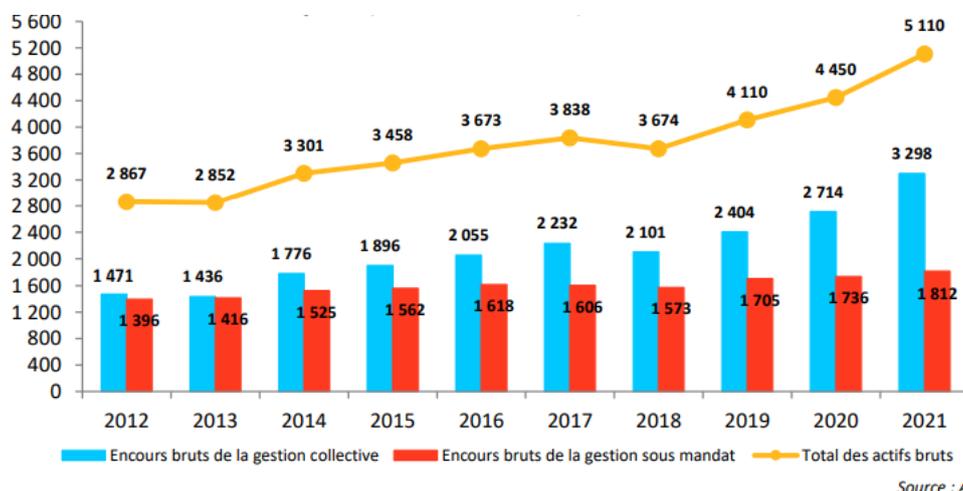
1.1 LE PASSE, L'ESSOR ET LES ACTEURS DE CETTE ACTIVITE

1.1.1 *Définition, chiffres clés et évolution.*

Il est donc nécessaire, avant toute chose, de définir ce que représente concrètement la gestion de portefeuille et les fonds d'investissement. Nous allons donc définir ces termes afin d'avoir une compréhension d'ensemble du sujet. Pour commencer, la gestion de portefeuille peut être définie comme une activité qui consiste comme le mentionne Pierre Chollet dans son ouvrage « Chapitre 18. Gestion d'un portefeuille titres », « à constituer un ensemble d'actifs et à en faire évoluer la composition en vue d'atteindre les objectifs fixés par l'investisseur ». Plusieurs classes et types d'actifs sont utilisés pour composer un portefeuille titres, les plus connus sont les actions qui sont, selon le ministère de l'Economie, « une part du capital d'une entreprise. En achetant des actions, vous investissez dans une entreprise et percevez des dividendes si celle-ci réalise des bénéfices » et les obligations qui sont « un morceau de dette émis par une entreprise, une collectivité territoriale ou un Etat ». On peut donc acheter ce morceau de dette pour devenir créancier et être rémunéré par des coupons versés selon un taux défini. Bien évidemment, un portefeuille peut-être également composé d'autres actifs comme des titres de créances négociables à court et moyen terme, des produits dérivés tels que des options, futures, swaps... des parts de fonds d'investissement OPCVM ou AIF. Nous n'allons pas définir ici chaque classe d'actifs et les présenter une par une car ceci serait bien trop long et ce n'est pas l'objectif principal de ce mémoire.

Il faut savoir que la gestion d'actifs a connu un grand essor, on peut voir avec le graphique ci-dessous tiré de la publication de l'AMF en février 2023 « les chiffres clés 2021 de la gestion d'actifs » que les sociétés de gestion n'ont cessé de se développer en gérant toujours de plus en plus d'actifs.

Figure 1 : Evolution des actifs bruts gérés par les sociétés de gestion de portefeuille françaises (en milliards d'euros) entre 2012 et 2022.



On peut voir en effet qu'en 2012 « seulement » 2 867 milliards d'euros d'actifs totaux étaient gérés. On constate également une évolution constante d'année en année, sans aucun ralentissement de la croissance mis à part en 2018 qui a été marqué par la plus mauvaise année en bourse depuis 2008 principalement liée à la conjoncture, pour atteindre un montant de 5 110 milliards d'euros d'actifs gérés par les sociétés de gestion françaises seulement, soit une croissance de 92.19% en 10 ans. On a donc une évolution des encours d'actifs sous gestion qui a presque doublé en une décennie, ce qui témoigne de la puissance de cette activité qui est en plein essor, malgré les difficultés de l'économie mondiale et française avec les crises récentes et les difficultés auxquelles le monde fait face : inflation, baisse du pouvoir d'achat, faillite bancaire (Silicon valley bank). Cette évolution ne compte pas s'arrêter ici, en témoignent également les récents records boursiers atteints, notamment le CAC 40 avec son nouveau record historique le 17 avril 2023 ce qui prouve de la volonté des investisseurs et de la puissance du secteur des actifs financiers. La gestion d'actifs mondiale s'élève également à 103 000 milliards de dollars en 2020 selon la 19^{ème} édition du rapport BCG Global Asset Management 2021., avec une participation des particuliers à hauteur de 41% des actifs mondiaux en augmentation de 11% cette même année.

Il est important de savoir que depuis les années 1980, la France est dans la gestion d'actifs « l'un des leaders mondiaux dans ce secteur grâce notamment à l'importance des sociétés d'investissement à capital variable (SICAV) et des fonds communs de placement (FCP) dans l'économie nationale » d'après Thibaut Kleiner dans « La consécration des gestionnaires d'actifs sur la place de Paris ». C'est assez tardivement que la gestion d'actifs a été reconnue comme une réelle profession, vers les

années 1996 d'après le même auteur. C'est donc une profession qui remonte à une vingtaine d'années, et qui a connu trois phases fondamentales selon lui : « un changement dans la demande » avec l'apparition croissante d'investisseurs institutionnels et d'entreprises. « L'ouverture et la concurrence internationale » avec des acteurs français qui investissent dorénavant à l'étranger et brisent le phénomène de nationalisation, où les investisseurs ont tendance à privilégier leur marché de référence (un investisseur français aura plus tendance à investir sur les marchés français), et enfin « l'innovation technique » qui met en avant de nouvelles techniques et tendances dues à l'ouverture internationale intensifiant la concurrence entre les différents pays.

1.1.2 La présentation et le poids des fonds d'investissement

Cette petite parenthèse historique et évolutive nous a permis de nous rendre compte de l'importance et de l'immense évolution de ce secteur, secteur dont les principaux acteurs sont les fonds d'investissement, dont le portefeuille et les investissements sont gérés par les sociétés de gestion. Les fonds d'investissement ou fonds de placement peuvent être définis d'après la définition de BNP Paribas comme « une société d'ordre public ou privé qui investit du capital pour soutenir des projets souvent innovants. Il possède un fort potentiel d'opportunité d'évolution et est une source primordiale pour le financement de certaines entreprises et en particulier des PME ». Le fonds d'investissement peut donc investir dans des projets afin de soutenir le développement, mais certains fonds ont pour vocation à investir dans des actifs financiers et gèrent donc un portefeuille d'actifs comme nous l'avons vu précédemment. Les fonds d'investissement collectent de l'épargne auprès des investisseurs afin de disposer des moyens de financement nécessaires à la réalisation de leur activité principale, comme acquérir « des parts d'actifs en vue d'un projet de développement ou d'innovation d'une entreprise », ou encore investir dans des sociétés cotées dans le but de réaliser un profit grâce aux plus-values et aux dividendes. Ces fonds peuvent investir dans plusieurs catégories d'actifs comme évoqué au début de l'introduction. Ils permettent donc à la fois aux sociétés telles que les PME, de se développer, mais constituent également un moyen de placement alternatif aux comptes d'épargne tels que le livret A, LEP, etc., pour de nombreux particuliers qui n'ont pas la capacité de créer et de gérer leur propre portefeuille d'actifs. Grâce à ces fonds, les sociétés peuvent disposer de plus de capitaux propres et, par conséquent, ont plus d'opportunités de croissance. Bien évidemment, un investisseur particulier, par exemple, qui investit dans un fonds va percevoir la plus-value de la valorisation du portefeuille du fonds ainsi que les dividendes, mais devra payer une commission à la société gestionnaire pour le travail de gestionnaire d'actifs auquel le fonds aura délégué sa gestion. Dans le cas de la délégation de la gestion du portefeuille, il existe deux méthodes : la gestion par le biais d'un mandat individuel « lorsque le gérant s'occupe d'un seul client à la fois » et de l'autre la gestion collective « lorsque le gérant s'occupe d'un fonds où plusieurs investisseurs ont mis de

l'argent », comme l'évoque Thibault kleiner dans son ouvrage de 2003 « La consécration des gestionnaires d'actifs sur la place de Paris ». Cette gestion collective est très développée en France et se plaçait au 2^{ème} rang mondial de la gestion collective après les Etats-Unis, c'est en particulier cette gestion collective qui va nous intéresser, car elle apparait à travers les SICAV et FCP, type de fonds d'investissement.

Il existe différents types de fonds d'investissement, nous allons nous intéresser en particulier aux organismes de placement collectif en valeurs mobilières (« OPCVM ») et au fonds d'investissement alternatifs (« FIA ») qui sont les deux types de fonds avec lesquels nous avons traité dans le cadre de notre expérience au sein de Luxcellence. Un OPCVM est un fonds de placement collectif et défini selon l'Insee comme « des intermédiaires financiers qui donnent, à leur souscripteur, la possibilité d'investir sur des marchés financiers auxquelles ils n'auraient que difficilement accès autrement (marchés financiers et monétaires étrangers, actions non cotées...) ». Ces OPCVM « collecte donc des fonds en émettant des titres financiers auprès de particuliers, sociétés, etc.. pour acquérir des actifs financiers. ». Ces fonds investissent donc dans plusieurs actifs financiers selon leur classification : OPCVM actions, obligations, monétaires... il faut savoir que les OPCVM sont régulés sous la directive européenne UCITS (Undertakings for collective Investment in Transferables Securities). J'ai appris lors de mon stage qu'ils n'ont pas le droit de recourir à certains types d'investissements comme le short selling (la vente à découvert : vendre un titre financier emprunté, que l'on ne possède pas, pour le racheter moins cher et faire une plus-value), ou sont limités dans certains investissements : un exemple peut être qu'ils ne doivent pas investir plus de 10% dans un autre fonds commun de placement.

À la différence, les FIA sont encadrés non pas par la loi UCITS mais la directive européenne AIFMD (Alternative Investment Fund Manger directive). Ce sont donc des fonds avec les mêmes objectifs et activités que les OPCVM mais ils sont moins régulés. Comme le mentionne la banque ING « contrairement à la directive UCITS, celle-ci laisse aux gérants un large choix d'actifs dans lesquels ils peuvent investir et permet l'emploi de méthodes de gestion plus réactives comme, par exemple la possibilité de se désinvestir très rapidement du marché ». Ces fonds sont donc moins régulés donc moins adaptés aux particuliers qui ont moins d'assurances et donc plus de risques. Les fonds FIA peuvent prendre les mêmes formes que les OPCVM, à savoir la SICAV : « société d'investissement à capital variable » qui est composée d'un conseil administration qui la gère, ou le FCP (« fonds communs de placement ») sans personnalité juridique. Mais les FIA peuvent également prendre d'autres formes, telles que les FIS au Luxembourg (« fonds d'investissement spécialisé »), pouvant investir dans tout type d'actifs, étant plus risqués et plus adaptés aux professionnels et investisseurs qualifiés.

Comme pour la gestion d'actifs : l'évolution de l'activité des fonds d'investissement a été croissante sur les dernières années comme le démontre ce tableau toujours tiré de la publication de l'AMF.

Tableau 1 : Evolution des produits français gérés par les sociétés de gestion françaises et de l'Union européenne selon la typologie de fonds de 2016 à 2021.

Typologie de fonds	2016	2017	2018	2019	2020	2021	Variation 2020-2021 (en %)
Encours OPCVM (en millions d'euros)	789 876	874 349	757 614	830 942	891 869	950 579	7%
Nombre OPCVM	3 203	3140	3070	3 180	3 158	3 131	-1%
Encours FIVG (en millions d'euros)	337 675	348 293	306 703	331 873	358 756	370 103	3%
Nombre FIVG	2 652	2 539	2 414	2 465	2 394	2 349	-2%
Encours FIA hors FIVG (en millions d'euros)	369 727	417 676	407 131	471 374	541 221	643 881	19%
Nombre FIA hors FIVG	4 429	4 540	4 654	5 517	5 636	6 219	10%
Total encours OPC de droit français (en millions d'euros)	1 497 278	1 640 318	1 471 448	1 634 189	1 791 846	1 964 564	10%
Total nombre OPC de droit français	10 284	10 219	10 138	11 162	11 188	11 699	5%

Source : AMF

En nous intéressant de plus près aux produits français gérés par les OPCVM on peut voir que ceux-ci ont fortement augmenté, passant de 789 876 millions à 950 579 millions en 6 ans, soit une évolution de 20.35% malgré un nombre d'OPVCM en diminution sur 6 ans. Cela prouve que cette activité est croissante, les encours continuent d'augmenter même si le nombre de fonds diminue, ce qui prouve la robustesse de la gestion d'actifs. Pour les FIA en revanche c'est différent le nombre de FIA a augmenté de presque 2000 en 6 ans. De mon point de vue, cela résulte d'une volonté des acteurs financiers de recourir à d'autres actifs, notamment en guise de couverture ou d'autres actifs plus risqués, afin de booster leur performance dans une économie qui rencontre certaines difficultés. Le nombre d'encours d'actifs gérés par les FIA lui a presque doublé avec une évolution de 74.15%. On peut donc constater que conformément à l'évolution des encours gérés en France, que les encours gérés par les fonds d'investissement sont également en croissance avec des actifs de presque 2 milliards en 2021.

Cette partie avait donc pour vocation d'introduire le sujet, avec une définition rapide de la gestion de portefeuille et la gestion d'actifs, qui porte sur différents actifs. Bien évidemment, nous pouvons évoquer beaucoup d'autres chiffres démontrant la montée grandissante de la gestion d'actifs, tels que l'évolution du résultat d'exploitation de 2012 à 2021, passant de 11 260 millions d'euros à 20 685 millions d'euros, soit un résultat presque doublé malgré les crises des dernières années (chiffre tiré de la publication de l'AMF), et ainsi de suite. Mais tous ces chiffres montrent l'intéressement de ce secteur d'activité, et évoquer tous les chiffres mériterait une partie entière sur le sujet. Il faut savoir que cette

gestion a pour objectif de faire des profits en jouant avec les cours des titres et des actifs financiers, et peut-être exercée par les professionnels (les sociétés de gestion qui s'occupent de portefeuille de fonds d'investissement) ou encore par des particuliers par le biais d'un plan d'épargne en actions ou d'un compte-titres. Mais cette gestion est loin d'être chose aisée, en effet de nombreux risques pèsent sur la gestion d'actifs. Quand on est particulier ces risques se retrouvent réduits car les montants investis ne sont pas aussi conséquents. En revanche, les fonds d'investissement sont marqués par de nombreux risques accrus (liquidités, contreparties et bien d'autres), différents risques que nous allons évoquer lors des prochaines parties.

Cette étude témoigne de la difficulté de cette activité prisée. Le taux de réussite en bourse est très faible, ce qui témoigne de la difficulté de tirer profit de l'investissement en bourse, plus particulièrement chez les particuliers qui la sous-estiment dans le cadre de la gestion active. On peut voir le taux de clients perdants ci-dessous, tableau tiré d'une étude de l'AMF publiée en octobre 2014.

Tableau 2 : Pourcentage de clients perdants, par année et sur l'ensemble de la période de l'étude.

Période	Pourcentage de clients perdants
2009	84,2%
2010	84,2%
2011	83,8%
2012	84,2%
2013 ^a	83,3%
Sur 4 années cumulées	89,4%

Le résultat moyen est négatif à hauteur de 10 887 euros par client, avec un résultat total négatif sur l'ensemble des clients pris en compte de 161 115 493 euros.

Maintenant que le sujet et que les principaux termes ont été définis et présentés, nous pouvons commencer par étudier les différentes techniques de gestion d'actifs avec la gestion passive, puis la gestion active.

1.2 LA GESTION PASSIVE : DEFINITION, HISTORIQUE, CHIFFRES...

1.2.1 *Gestion passive et ETF*

La gestion d'actifs a commencé à émerger à partir des années 1980, selon les auteurs Sébastien Galanti et Françoise le Quéré dans l'ouvrage « Industrie de la gestion d'actifs : de l'émergence à l'apparition de nouveaux risques ». C'est à partir des années 70 que la gestion passive a commencé à faire son apparition, notamment grâce aux travaux de Markowitz sur la théorie moderne du portefeuille, mais également ceux de Fama sur l'efficacité des marchés. En effet, d'après Bertrand Jacquillat dans « Styles de gestion de portefeuille et gouvernance des entreprises » publié en 2018, la gestion passive « a été mise en place pour la première fois il y a plus de quarante ans au sein du Département de gestion d'actifs de la Wells Fargo, cette banque californienne qui fut la première à reconnaître l'efficacité des marchés financiers et à mettre en œuvre de nouveaux produits financiers adaptés à cette situation ».

Pour comprendre cet extrait, il faut comprendre ce que représente l'efficacité des marchés. Celle-ci peut être définie comme une croyance selon laquelle chaque nouvelle information est directement reflétée sur le marché, donc sur le cours du titre financier concerné, et il est donc impossible de battre le marché à moins de disposer d'informations privilégiées ou de connaître l'information avant qu'elle ne soit publiée. En considérant cette théorie comme véridique, la gestion passive est adaptée à ce type de marché et c'est pourquoi elle a été mise en place. En effet, la gestion passive consiste à investir sur le long terme de façon à allouer un temps limité à notre portefeuille avec un faible interventionnisme dans celui-ci. La gestion indicielle est la méthode la plus courante de gestion passive et elle est définie, selon la définition de Pierre Vernimmen comme un « mode de gestion qui consiste à essayer de dupliquer le plus fidèlement possible les performances d'un indice boursier (CAC 40, Dow Jones, S&P500,...) en composant un portefeuille qui soit la reproduction en miniature de l'indice de marché ciblé. La gestion peut avoir un caractère automatique et automatisé sans gérant s'interrogeant sur le caractère éventuellement sous-évalué ou surévalué des titres composant le portefeuille ». D'après cette définition, nous pouvons comprendre la corrélation entre la gestion passive et la croyance en l'efficacité des marchés. Si les marchés sont efficaces alors reproduire seulement un indice permet tout simplement d'introduire les nouvelles informations directement dans son portefeuille sans pour avoir autant à la gérer activement et à déterminer quelles sont les actions ou titres sur ou sous-évalués. D'autant plus qu'avec la théorie de l'efficacité des marchés, les titres ne peuvent pas être sur ou sous-évalués car le prix de ceux-ci est déterminé en fonction de l'information qui est connue, et toute nouvelle information sera automatiquement prise en compte, le prix va par conséquent s'ajuster pour refléter toute l'information disponible. C'est pourquoi la gestion passive concorde avec la théorie de

l'efficience et que si les marchés sont efficients, la gestion active que nous verrons dans la troisième partie est inutile car il est impossible de battre le marché.

La gestion passive est donc une méthode de gestion où le gestionnaire ou le créateur du portefeuille n'ajuste pas son portefeuille en fonction de l'évolution des titres et des cours, mais laisse le marché ajuster son portefeuille automatiquement et son but est de reproduire un indice boursier. Si l'indice connaît une bonne évolution et augmente, alors le détenteur du portefeuille à gestion passive va voir la valorisation de son portefeuille augmenter également. Un avantage non négligeable de la gestion passive est également que les frais de gestion de ce type de portefeuille sont très faibles, peu d'ordres sont effectués compte tenu de l'objectif et de la méthode de gestion du portefeuille. De plus, comme l'évoque Bertrand Jacquillat dans son ouvrage « Styles de gestion de portefeuilles et gouvernance des entreprises » paru en 2018, la gestion passive est une gestion « low cost » et « Elle est d'autant moins coûteuse que la taille des fonds est importante, ce qui permet de répartir les frais de gestion, déjà très faibles compte tenu de la simplicité de la mise en œuvre de ce style de gestion, sur des volumes sous gestion plus importants ». Cette gestion est significativement moins coûteuse si la taille du fonds est plus grande, car cela permet, comme mentionné, de répartir les frais de gestion entre tous les investisseurs qui entrent dans le fonds. La gestion passive n'est pas obligatoirement indexée sur un indice, mais c'est en fait un portefeuille diversifié avec de nombreux titres qui est relativement stable nécessitant pas ou peu d'interventions. C'est pourquoi l'indexation sur un indice représente souvent la meilleure façon de réaliser une gestion passive. Cependant, un bémol est à mettre en avant sur cette méthode de gestion. Le but est de reproduire l'indice de référence et donc posséder dans son portefeuille les titres de l'indice de référence à hauteur de leur poids dans l'indice. Prenons un exemple, nous sommes un investisseur souhaitant créer un portefeuille reflétant le Nasdaq (bourse de New York principalement axée sur les valeurs technologiques). Nous voulons créer ce portefeuille en gestion passive et laisser notre portefeuille suivre l'évolution du Nasdaq. Pour ce faire, nous devons créer un portefeuille qui est composé à hauteur de 19.98% d'actions Apple au 18/05/23, car Apple représente 19.98% de la capitalisation boursière du Nasdaq au 18/05/23. Or, pour obtenir de la performance avec ce type de gestion, il est souvent nécessaire d'investir des montants plutôt élevés. Un portefeuille composé uniquement de quelques actions Apple sera donc un portefeuille assez faible en valorisation et donc peu performant. Un financement élevé peut s'avérer nécessaire pour pouvoir reproduire l'indice de référence. D'une part, car on aura peu de dividendes donc le rendement sera grandement inférieur et d'autre part, car la performance de l'indice sera donc atténuée à mesure que notre investissement est faible.

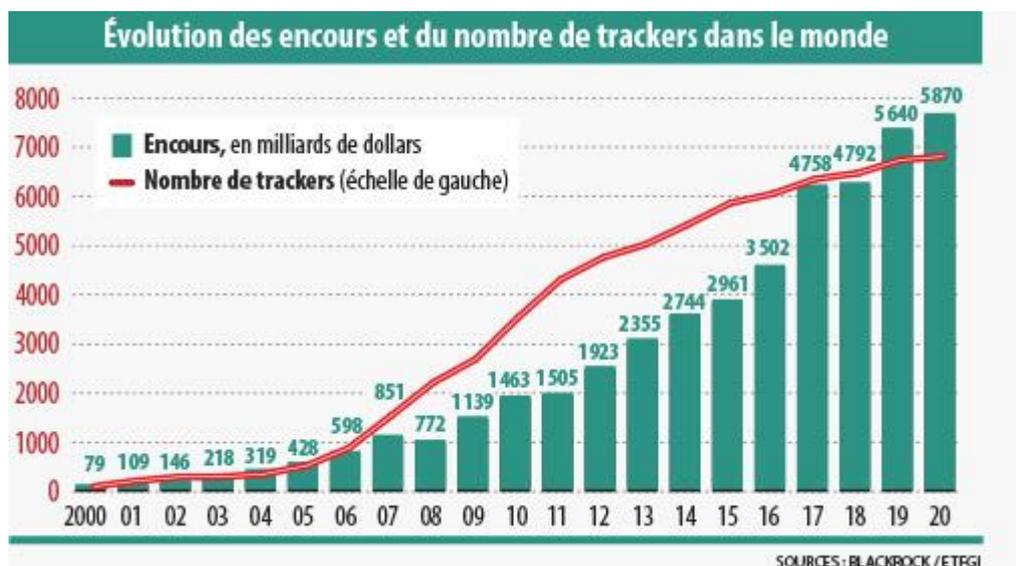
C'est pourquoi il existe une alternative afin que les investisseurs avec des possibilités d'investissement plus réduites puissent participer à cette méthode de gestion. Cette alternative

correspond aux ETF (Exchange Traded Fund) qui sont définis selon L'AMF comme « un fonds indiciel qui cherche à suivre le plus fidèlement possible l'évolution d'un indice boursier, à la hausse comme à la baisse ». Ces « ETF sont des fonds d'investissement émis par des sociétés de gestion et agréés ». Ce sont généralement des OPCVM qui suivent une stratégie d'investissement bien définie, et sont créés par de grandes sociétés de gestion telles que Amundi, Blackrock et de nombreux autres gestionnaires d'actifs. Ils permettent ainsi aux investisseurs particuliers d'investir dans ce fonds qui lui crée un portefeuille indexé sur son indice de référence, et permet à l'investisseur d'avoir un portefeuille fortement diversifié, sans pour autant avoir un capital d'investissement extrêmement élevé et à des frais de gestion relativement faibles. En effet, compte tenu de la gestion passive et de la grandeur des fonds comme évoqué précédemment, les investisseurs paient des frais de gestion faibles au fonds d'investissement qui détient et gère cet ETF. On a donc une diversité du portefeuille qui permet de réduire le risque qui pèse sur le portefeuille de l'investisseur. C'est en réalité la notion de diversification qui permet de diminuer le risque (notion sur laquelle nous reviendrons), ainsi qu'un produit boursier accessible, liquidable ou achetable à tout moment de la journée, puisque ce sont des produits cotés continuellement à un prix qui évolue en fonction de l'indice boursier de référence.

Cet actif financier apparaît donc comme un choix idéal pour les investisseurs peu expérimentés, qui est peu coûteux et ne souhaitant pas consacrer beaucoup de temps à la gestion de leur portefeuille. De plus, les ETF sont facilement accessibles à tout type d'investisseur. Il est possible d'investir dans un ETF par le biais d'un PEA (plan d'épargne en actions), qui permet même au bout de 5 ans d'être exonéré d'imposition sur les plus-values réalisées. Ainsi, il est possible d'éviter la fiscalité avec ce type de compte, par conséquent permet de réaliser un meilleur rendement.

C'est pourquoi la gestion passive a connu un essor grandissant. Une étude récente de la BRI (Banque des Règlements Internationaux), Sushko et Turner (2018) mentionnée dans l'ouvrage de Bertrand Jacquillat « estiment à 20% la part de la gestion passive dans le total des actifs gérés, tous types d'actifs confondus, au niveau mondial. Dans la gestion actions, elle représente de l'ordre de 15% en Europe, 20% aux États-Unis et plus de 30% au Japon ». Cette étude montre que la gestion passive représente un cinquième de la totalité des actifs sous gestion, ceci est donc une performance significative de la gestion passive et qui prouve de la solidité de cette méthode, notamment des avantages que celle-ci apporte.

Figure 2 : Evolution des encours en milliards de dollars et du nombre de trackers dans le monde.



Ce graphique tiré de BlackRock nous montre l'évolution du nombre de trackers existant de 2000 à 2020. Ainsi que le nombre d'encours en milliards de dollars gérés par les fonds ETF dans le monde. On peut voir une très forte progression du nombre de trackers dans le monde, passant d'environ 100 en 2000 à 7000 en 2020 soit une progression de 6 900%. Le nombre d'encours a lui aussi explosé, avec une progression de 7 330.38%, passant de 79 milliards à 5 870 milliards de dollars. Ces chiffres mondiaux plutôt aberrants nous montrent bien l'évolution qu'a connue la gestion passive avec l'essor des ETF ainsi que l'intéressement mondial pour cette méthode qui est dorénavant utilisée par beaucoup d'investisseurs particuliers et professionnels.

1.2.2 Risques et Diversification

Il est important maintenant de revenir sur les notions de diversification et de risque comme nous l'avons évoqué. L'un des principaux avantages de cette méthode de gestion est en effet son caractère peu risqué. Mais pourquoi ?

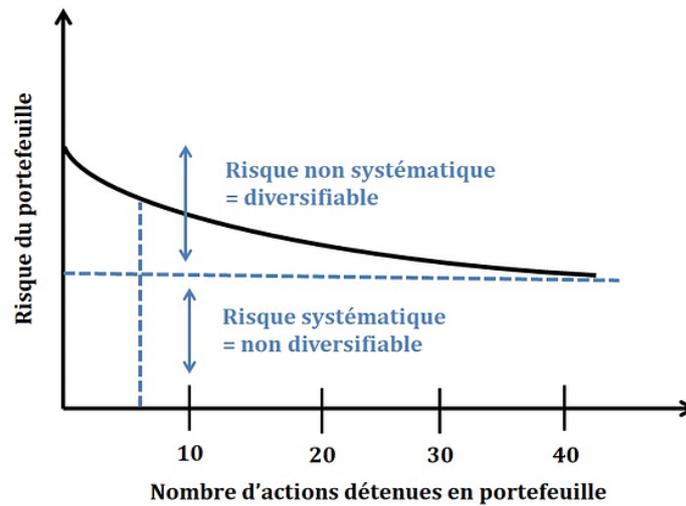
La gestion passive vise à créer un portefeuille répliquant un indice boursier (gestion indicielle) ou à créer un portefeuille diversifié et plutôt stable, c'est cette diversification qui va faire que notre risque sera moindre. Il faut comprendre qu'il y a deux types de risque lors de la gestion de portefeuille : le risque spécifique et le risque systématique. Le risque spécifique est, selon Mazars « Le risque spécifique d'une entreprise est inhérent à l'activité d'exploitation de l'entreprise et à son mode de gestion, indépendamment de l'influence de marché. ». C'est donc le risque qui est lié à l'activité de l'entreprise et à ses compétences en termes de gestion et de décision, il n'est pas lié aux événements de marché ni à l'actualité pouvant influencer les marchés. Il est donc possible d'éliminer ce risque afin

de limiter le risque de notre portefeuille uniquement au risque systématique, qui est toujours présent, comme son nom l'indique. Ainsi, en diversifiant notre portefeuille on réduit au minimum ce risque spécifique. Prenons l'exemple d'un portefeuille composé de 20 titres, dont Orpea, les 19 autres sociétés sont très bien gérées, n'ont pas été impliquées dans des scandales et disposent de conseils d'administration compétents prenant de bonnes décisions. Dans ce cas, le risque de ce portefeuille est limité, comparé à un portefeuille composé seulement de 2 titres, dont Orpea, qui a été à l'origine d'un scandale et a donc perdu 90% de sa valorisation boursière en 1 an. Il est donc essentiel de disposer de plusieurs titres d'origines différentes dans un portefeuille pour réduire le risque spécifique de celui-ci jusqu'à même pouvoir pratiquement l'éliminer. De même, investir dans différents secteurs permet de limiter le risque de notre portefeuille. Si une mauvaise conjoncture ou un scandale survient sur une société du secteur automobile et que nous détenons seulement des titres de ce secteur, le scandale de la société en question peut avoir des répercussions sur les autres titres de notre portefeuille. En revanche, il y a un type de risque que l'on ne peut pas éliminer, et ce risque est le risque systématique : qui est défini selon Mazars comme le « risque incompressible attribué à la volatilité du marché dans sa globalité. Contrairement au risque spécifique, le risque systématique n'est pas diversifiable par une optimisation d'un portefeuille de titres et est par conséquent rémunéré par les investisseurs sur le marché ». Ce risque est donc présent quel que soit le portefeuille, et il est donc rémunéré. En effet, les investisseurs sont rémunérés car ils prennent le risque et ce sont eux qui le supportent, il y a donc une prime de risque appliquée aux titres pour supporter celui-ci. Il existe donc une relation entre le risque et le rendement, plus le risque systématique est supporté plus le rendement sera élevé, et meilleure sera notre performance. Ce risque est mesuré par ce qu'on appelle le bêta d'une entreprise ou du portefeuille, qui correspond à la sensibilité du titre aux fluctuations de marché. Pour le déterminer, on va estimer la relation entre la rentabilité du marché et la rentabilité de notre titre ou portefeuille, à savoir la covariance de la rentabilité du marché et du titre, que l'on va diviser avec la variance de la rentabilité du marché, pour prendre en compte la variation du marché de référence. On obtient donc un bêta calculé sous cette forme : formule tirée du cours de Dominique Poincelot « gestion de portefeuille »

$$\beta_i = \frac{\text{cov}(R_i, R_M)}{\text{Var}R_M}$$

Plus le beta sera élevé et plus le titre sera sensible aux fluctuations de marché et plus le risque systématique sera conséquent. Cela entraîne une prime de risque exigée des investisseurs plus élevée en fonction du risque.

Figure 3 : Diversification du risque : Risque spécifique et Risque systématique



Ce graphique général permet de bien illustrer les propos évoqués et permet de comprendre le concept de ces deux risques.

Après avoir déterminé le risque d'un actif en fonction du marché, on peut déterminer le taux de rendement attendu d'un actif en fonction de son niveau de risque, avec ce qu'on appelle le MEDAF :

$$E(R_i) = R_F + [E(R_m) - R_F] \beta_i$$

Il permet de déterminer la rentabilité en fonction du risque qui pèse sur le titre. Dans le calcul, on retrouve le bêta qui est la mesure du risque, R_f qui est le taux sans risque qui correspond au taux des obligations assimilables du trésor à 10 ans, $E(R_m)$ qui est l'espérance de rentabilité du marché. En théorie, plus l'actif est risqué, plus il est rentable.

La gestion passive permet par sa nature de limiter le risque spécifique en diversifiant le portefeuille et réduire les frais de gestion par rapport à la gestion active. Cependant, cette gestion passive n'est pas sans limites et sans risques, comme nous le verrons dans la deuxième partie de ce mémoire.

1.3 LA GESTION ACTIVE : DEFINITION ET TECHNIQUES

1.3.1 *Présentation de la gestion active*

La gestion active s'est également développée avec l'émergence des fonds d'investissement d'épargne collective. En effet, cette émergence comme vu précédemment, a accentué le nombre d'actifs sous gestion, par conséquent, accentué aussi cette méthode de gestion qui est la plus répandue pour certaines catégories d'actifs comme les actions.

Cette gestion active peut être définie, selon Vernimmen, comme un : « Mode de gestion qui a pour objectif de faire mieux (« surperformer ») que les indices boursiers. Le gestionnaire cherche donc au travers d'analyses diverses, à distinguer les tendances, les secteurs, les valeurs, qui lui paraissent sous-évaluées et dont il espère qu'elles progresseront plus vite que le Marché ». Cette méthode de gestion, contrairement à la gestion passive, se base sur l'hypothèse que certaines valeurs sont soit surévaluées, soit sous-évaluées, ce qui permettrait d'investir en conséquence à l'achat ou à la vente. On est donc dans une vision totalement différente de la gestion passive et on est plus rapproché de l'hypothèse d'inefficience avec des valeurs boursières dont le prix ne reflète pas toute l'information disponible, ce qui crée des inefficiences temporaires que le gestionnaire du fonds peut utiliser afin de tirer profit de cette temporalité. La réussite et la performance de cette gestion résident donc dans plusieurs facteurs sur le marché boursier. En effet, chaque actualité ou évènement sur une entreprise du secteur peut entraîner une dévalorisation ou une augmentation du cours de bourse de cette entreprise. De même, les contextes économiques et les publications de chiffres tels que le taux de chômage, le taux d'inflation, la croissance économique auront un impact sur la valeur des entreprises, et certaines sont plus exposées que d'autres. On retrouve donc une gestion de portefeuille évaluant de nombreux risques et opportunités présents en prenant en compte de nombreux facteurs et non pas seulement la performance passée de celle-ci. Ceci nécessite donc la présence d'un « portfolio manager » ou d'une équipe assignée à cette gestion afin de trouver les meilleurs titres à acquérir ou vendre. La gestion active se basant sur une approche plutôt court terme, contrairement à la gestion passive qui se base sur une stratégie plus long terme en jouant sur la performance à long terme d'un indice et les rendements des sociétés qui le composent. Les gestionnaires actifs vont baser leur rentabilité sur la surperformance ou sous-performance des titres qu'ils choisissent. Ils peuvent acheter un titre sous-évalué ou ayant des évènements particuliers qui vont influencer à la hausse avant de les revendre ou simplement « shorter » s'ils attendent un titre à la baisse. La rentabilité va donc dépendre uniquement de leur choix d'investissement et de la période à laquelle ils vont acheter ou vendre. La rentabilité, performance sera uniquement due à la plus-value, c'est-à-dire à la valeur à laquelle ils revendent par rapport à la valeur d'achat du titre.

Plusieurs techniques sont applicables dans la gestion active notamment l'arbitrage, l'analyse technique, le market timing ainsi que ce qu'on appelle le « Stock Picking ».

1.3.2 Arbitrage, Analyse Technique et Market Timing

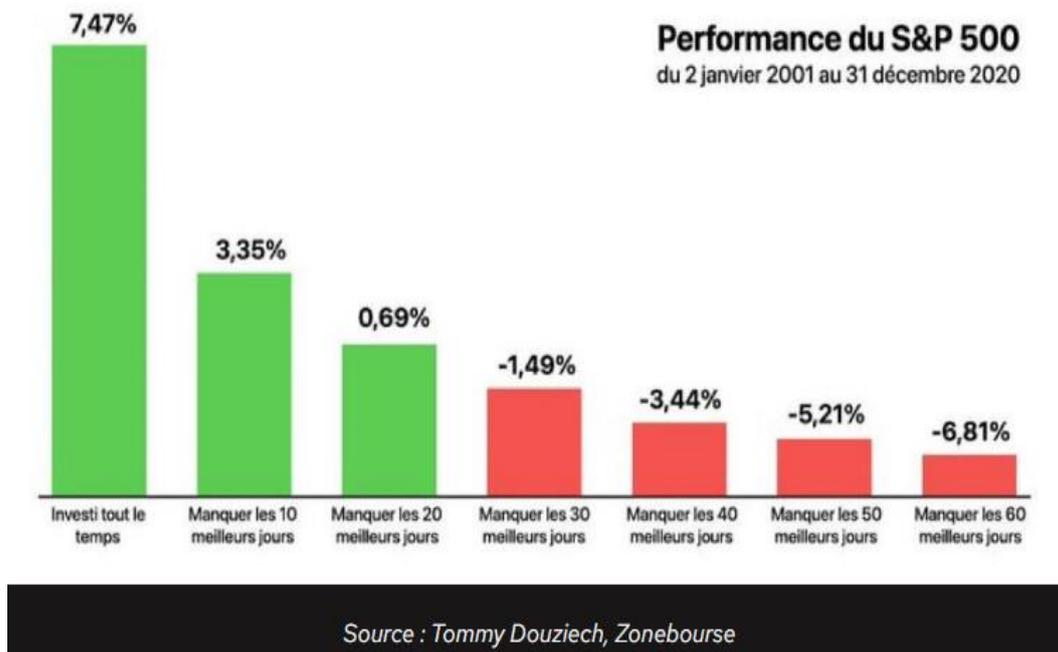
Les gestionnaires actifs peuvent utiliser une technique d'arbitrage qui consiste à profiter d'une incohérence sur la valeur d'un titre sur le marché pour réaliser une plus-value. Ces opérations d'arbitrages apparaissent dans le cas où un même titre n'a pas la même valeur sur deux places boursières différentes, et consistent à acheter et vendre simultanément le titre sur les 2 places afin d'en tirer un profit. Cette notion d'arbitrage s'applique dans le cas de l'efficience des marchés. Si un titre n'est pas correctement évalué par le marché, les arbitragistes vont profiter de cette incohérence en passant des ordres sur ce titre, ce qui va le ramener à l'équilibre et clore cette « incohérence ». On a donc une autorégulation du marché par le biais des ordres passés par les arbitragistes et des investisseurs profitant d'anomalies présentes.

L'analyse technique est plutôt simple dans son principe et dans sa compréhension. C'est une méthode qui consiste à définir les tendances et cours futurs à partir de la représentation des cours passés. Il suffit de déterminer le cours futur à l'aide du cours passé, mais dans la pratique celle-ci se révèle très complexe et technique. Elle nécessite de nombreuses connaissances et un esprit analytique plutôt développé. Les analystes techniques déterminent donc le cours futur en se basant sur les graphiques et les tendances observées sur les graphiques passés. Ils sont à la recherche de tendance à la hausse comme à la baisse, en fonction des réactions du marché. Ils déterminent également des limites appelées résistance et support. La résistance représente le cours que le titre peine à dépasser à la hausse, tandis que le support est le cours que le titre peine à dépasser à la baisse. Ces lignes permettent de déterminer deux limites entre lesquelles le titre évolue généralement. Un exemple de graphique d'analyse technique est présent en Annexe 1 afin de mieux comprendre la représentation de l'analyse technique et des lignes de support et de résistance. Il s'agit d'une méthode uniquement basée sur les cours passés, sans prendre en compte les analyses fondamentales des entreprises ou autres analyses liées à l'entreprise.

Le market timing selon Rémy Estran, Etienne Harb et Iryna Veryzhenko dans le chapitre 7 de leur livre « Market Timing et Stock picking » a pour objectif de « prédire la direction du marché afin d'acheter et vendre au bon moment. Certains pensent que c'est impossible (d'où le développement de la gestion passive et du smart beta, cf ,chapitre 6), alors que les gérants d'actifs y croient fermement et essaient constamment de « battre le marché » ». Il est utilisé par les gestionnaires et consiste à définir le meilleur moment pour vendre ou acheter les titres qu'ils ont sélectionnés et analysés en fonction de plusieurs facteurs. Ce « moment » n'est pas déterminé si facilement et dépendra

d'analyses préalables visant à tenter de prédire les mouvements futurs du marché. En effet, il est impossible de définir le meilleur moment pour effectuer un ordre en bourse sans connaître les cours futurs attendus. Cependant, ces prévisions de cours sont théoriquement approximatives et loin d'être fiables à 100%. C'est pourquoi la gestion du market timing est une tâche difficile nécessitant de nombreuses analyses basées uniquement sur des suppositions et prévisions. Une façon existe de définir à 100% le cours futur d'un titre, mais elle correspond à une fraude car implique d'avoir des informations privilégiées sur l'entreprise que l'on souhaite acheter ou vendre. En effet, j'ai pu apprendre lors d'une formation réalisée dans le cadre du stage qu'une information privilégiée correspond à une information confidentielle dont certains membres de l'entreprise disposent, qui ne doit être communiquée sous aucun prétexte à des membres externes ou internes du groupe qui ne sont pas habilités. L'utilisation de ce type d'information, également appelée « informations privées » permet de battre le marché et d'anticiper son évolution afin d'adapter notre position en fonction de l'actualité. Par exemple, si un collaborateur fournit au gestionnaire de portefeuille les résultats annuels de l'entreprise avant leur publication, il peut vendre ou acheter en fonction de la publication future et ainsi connaître l'évolution en fonction de la performance de l'entreprise sur l'année. Dans l'hypothèse des marchés efficients, cette information est la seule possibilité pour le gestionnaire de surpasser le marché. Mais cela suppose une fraude, il est en effet interdit d'utiliser ce type d'information afin de réaliser des profits, sous peine de risquer « 5 ans d'emprisonnement et de 100 millions d'euros d'amende, montant pouvant être porté jusqu'au décuple de l'avantage retiré du délit, sans que l'amende puisse être inférieure à cet avantage » selon l'article L465-1 du code monétaire et financier. Cette technique est donc peu incitative compte tenu des conséquences risquées, c'est pourquoi le market timing reste une gestion complexe.

Figure 4 : Performance du S&P 500 en cas de manquement des meilleurs jours en bourse.



Ce graphique tiré d'une étude de Tommy Douziech, un gestionnaire de portefeuille chez zonebourse, met en évidence l'importance à long terme de ne pas manquer les meilleures journées en bourse. En effet, émettre des ordres pendant les jours peu volatils ou les jours ayant peu d'évènements et manquer les jours les plus intéressants, entraîne une baisse considérable de la performance. Il est donc essentiel pour les investisseurs en gestion active de gérer les timing de marché et d'être présents lors des meilleurs moments afin de maximiser leur rendement.

Pour cela, l'approche top down mentionnée dans la 6^{ème} édition du livre « Marchés Financiers – Gestion de portefeuille et des risques » de Bertrand Jacquillat, Bruno Solnik et Christophe Pérignon définie comme « fondée sur la capacité qu'auraient certaines organisations à anticiper l'évolution des marchés financiers, sur la base de leurs prévisions économiques », peut être utilisée pour déterminer quand vendre ou acheter un titre en fonction de nos prévisions économiques. Cette approche se base sur une analyse de la conjoncture économique que l'on va étendre vers différents pays et zones géographiques pour ensuite la relier avec l'analyse microéconomique des entreprises. C'est une des approches utilisées par les gestionnaires de fonds afin de déterminer le bon moment de passer des ordres de bourse. Cette méthode est complémentaire à la méthode que l'on appelle Bottom up et qui correspond plus particulièrement au stock picking puisque consiste à analyser les qualités intrinsèques de chaque entreprise.

1.3.3 Stock Picking : Gestion value, growth, sector.

Le stock picking selon BFM bourse, « consiste à miser sur les valeurs les plus prometteuses de la cote, en s'assurant simplement que ce choix à la base (bottom) n'est pas en contradiction manifeste avec les tendances globales du marché (up) ». À la différence du market timing, il ne s'agit pas de déterminer le meilleur moment pour vendre un titre en fonction de nos analyses et des prévisions de l'évolution du marché, mais de sélectionner des titres en fonction de caractéristiques précises. Celles-ci peuvent inclure :

- Choix d'un titre si l'on estime qu'il est sous-évalué ou surestimé, cette méthode se nomme la gestion value et repose sur des analyses financières fondamentales effectuées par le gestionnaire. Celui-ci détermine la valeur de l'entreprise et réalise une analyse à partir de cette évaluation, ainsi que sur la base de ratios clés tels que le taux d'endettement de l'entreprise (dettes/fonds propres), rentabilité financière (Résultat financier/Capitaux Propres)...

Le modèle le plus couramment utilisé pour déterminer la valeur future d'une entreprise, et par conséquent sa valeur de marché, est le modèle de Gordon et Shapiro.

$$TV = \frac{FCF_n * (1 + g)}{(r - g)}$$

Il permet de déterminer la valeur terminale (formule ci-dessus) d'une entreprise en prenant en compte les flux de trésorerie à l'infini de l'entreprise, le taux de croissance des flux de trésorerie (g, généralement équivalent au taux des OAT (obligation assimilable du trésor) à 10 ans), et le coût du capital de l'entreprise qui lui est déterminé à partir du CMPC (coût moyen pondéré du capital) : calculé de la façon suivante :

$$k = k_{CP} \times \frac{V_{CP}}{V_{CP} + V_D} + k_d \times (1 - IS) \times \frac{V_d}{V_{CP} + V_D}$$

k = WACC = CMPC : Coût moyen pondéré du capital

k_{CP} : Coût des capitaux propres

V_{CP} : Valeur de capitaux propres

V_D : Valeur de la dette

k_d : Coût de la dette

IS : Impôt sur les sociétés

Pour ensuite calculer la valeur globale de cette même entreprise par l'actualisation des flux de trésorerie et de la valeur terminale : Valeur entreprise = (Vt+ CFA- DE)/Nombres d'actions

Avec V_t : Valeur terminale actualisée, CFA = flux de trésorerie actualisés, DE = endettement de l'entreprise.

Cette méthode d'évaluation se nomme les DCF (discounted cash-flow) et repose sur des projections futures, puisque déterminée à partir de la valeur future d'une entreprise déterminée elle-même à partir d'un business plan de l'entreprise, en général sur 5 ans. Cette méthode est la méthode la plus utilisée pour déterminer la valeur d'une action d'une entreprise. Cependant, elle est extrêmement technique à mettre en œuvre étant donné la complexité de calcul de certains déterminants clés tels que le bêta, ou encore le CMPC.

Mais il existe d'autres méthodes d'évaluations d'entreprises telles que méthode des comparables : basée sur le passé puisque se base sur les chiffres connus de l'entreprise cible et de ses principaux concurrents. Le plus dur ici est de trouver un benchmark (groupe de référence) cohérent et adapté à notre entreprise (taille, chiffre d'affaires plus ou moins équivalent...).

Ou encore l'actualisation des dividendes qui se base sur le taux d'actualisation et le versement de dividendes.

Il existe de nombreuses méthodes de valorisation que nous ne pourrions pas toutes détailler.

- La gestion growth : sélection des titres à fort potentiel de croissance, par exemple le secteur technologique ou biomédical, secteurs connus pour leur forte croissance, mais également pour leur risque, de nombreuses entreprises technologiques ou biomédicales n'arrivent pas à se développer, en raison de la rude concurrence du secteur ou encore de la forte nécessité d'investissement.

- ou encore la gestion sector : comme mentionnée dans le livre « Marchés financiers – Gestion de portefeuilles et des risques » déjà évoqué qui consiste « à privilégier certains secteurs au détriment d'autres ». L'exemple mentionné par les auteurs est que les sociétés du secteur du gaz et de l'essence sont très sensibles à la variation des prix de ce secteur, de ce fait si le gestionnaire s'attend à une hausse de ces prix-là, alors il va acquérir les titres de sociétés du secteur pétrolier.

Il existe donc différentes méthodes de stock picking, chaque gestionnaire est libre de choisir celle qui lui convient le mieux. La méthode « bottom up » est plus complète que celle du « top down » mais les deux sont complémentaires, car n'interviennent pas au même niveau économique ni sur les mêmes caractéristiques. Il est donc nécessaire d'utiliser les deux méthodes et de réaliser plusieurs analyses. Cette approche ne privilégie pas la diversification pour baisser le risque mais vise uniquement la performance. Par conséquent, elle implique des stratégies plus risquées dans le but de réaliser plus de rendement. D'autres modèles et méthodes de gestion active existent, mais il serait beaucoup trop fastidieux de toutes les évoquer. C'est pourquoi, nous nous sommes limités dans la présentation des différentes techniques de gestion et des différents modèles utilisés aux méthodes les plus courantes.

La gestion active de portefeuille est beaucoup plus pratiquée par des professionnels notamment par les gestionnaires de portefeuille qui ont connu une croissance significative depuis quelques années. Tandis que la gestion passive à travers les ETF est plus sollicitée par des particuliers souhaitant investir sans pour autant avoir des connaissances approfondies ou vouloir y consacrer trop de temps.

Cette gestion est très présente dans les fonds d'investissement tels que les UCITS (=OPCVM) ou les AIF (=FIA) comme présenté précédemment. La principale différence réside dans les limitations imposées aux fonds UCITS afin de réaliser un profit. Les gestionnaires de fonds AIF ont plus de libertés sur les différents actifs financiers à choisir et peuvent pratiquer des techniques comme l'utilisation d'emprunt afin d'acquérir des titres ou la vente à découvert. L'objectif de ces gestionnaires de fonds sont de réaliser une surperformance, ainsi leur rémunération sera plus élevée. Pourquoi ? Car certains gestionnaires peuvent recevoir ce qu'on appelle des « frais de performance » en anglais « performance fees » qui sont, comme j'ai pu le voir dans le cadre de mon stage, payés aux gestionnaires le plus souvent à une date précise et au bout de 1 an. Il est possible en revanche que ces frais soient payés aux gestionnaires à la fin de vie d'un compartiment, d'un fonds ou à la fin d'une période définie. Les gestionnaires de portefeuille utilisent donc différentes méthodes de gestion active et interviennent régulièrement sur le marché pour ajuster leur portefeuille et leur position afin de tirer le maximum de rendement. Leur but est donc de surperformer le marché pour obtenir une meilleure rémunération grâce aux performance fees. Cependant, certains fonds ne distribuent pas et n'appliquent pas les frais de performance qui ne sont donc pas obligatoires. Les gestionnaires consacrent donc la totalité de leur temps à la gestion du portefeuille du fonds et travaillent constamment à son ajustement.

Il est intéressant d'évoquer qu'il est possible de mesurer le degré de gestion active d'un portefeuille à l'aide de deux indicateurs, comme l'évoque Danny Nicholas, client Portfolio Manager chez Harris Associates L.P., une société de gestion filiale de Natixis Banque. Ces deux indicateurs sont l'Active Share « qui mesure le pourcentage de titres détenus au sein d'un portefeuille différenciant de l'indice de référence » et la fund duration « qui mesure le degré réel de patience d'un gérant ». Ces deux indices permettent de mesurer le degré de gestion actif d'un portefeuille de gérant. Si l'active share est élevé, alors ceci se traduit par un changement de structure du portefeuille fréquent, avec de nombreux achats ou ventes de titres, tandis que la fund duration va mesurer la capacité du gérant à conserver les titres en portefeuille plus ou moins longtemps et sa capacité à ne pas sur réagir face à des situations difficiles ou une forte volatilité.

On peut donc constater que la gestion active est une méthode de gestion plus complexe que la gestion passive. Les différentes méthodes évoquées et techniques de gestion qui rentrent dans la

gestion active nécessitent de nombreuses analyses et interventions, ainsi qu'un suivi constant des positions du portefeuille. Il est cependant difficile de surperformer les indices même avec les analyses approfondies de certains gestionnaires, c'est pourquoi la gestion passive apparaît comme une méthode alternative.

Nous allons maintenant étudier les différents risques qui pèsent sur les fonds d'investissement, ainsi que les inconvénients et risques de la gestion passive et active.

PARTIE 2
-
RISQUES ET LIMITES

CHAPITRE 2 – L’ACTIVITE DE GESTION DES RISQUES ET INCONVENIENTS

2.1 RISQUES COMMUNS AU PORTEFEUILLE ET FONDS D’INVESTISSEMENT

2.1.1 *Les différents risques*

On a vu que la performance pouvait passer par différents types de gestion et que cette activité s’est fortement développée, avec une présence d’investisseurs de plus en plus forte sur les marchés. Les récents records de capitalisation boursière ont témoigné de cet essor. Mais cette activité présente de forts risques, comme on l’a vu, le pourcentage de clients qui perdent lors de leur intervention en bourse est immense. De même, les gestionnaires de portefeuille n’ont pas que des résultats positifs, loin de là. De nombreux fonds d’investissement ou gestionnaires intervenant pour les banques dans le cadre de contrat d’assurance-vie ou autres réalisent des performances négatives. Il est difficile d’aller à l’encontre de la tendance boursière. C’est pourquoi il est essentiel d’avoir connaissance des risques qui pèsent sur cette activité afin de pouvoir les minimiser au maximum et accentuer nos chances de rendement.

Un gestionnaire de portefeuille intervenant pour un fonds d’investissement va connaître des risques différents et amplifiés par rapport à un particulier qui investit. De même, la taille du fonds et du portefeuille géré va avoir un impact sur les conséquences des risques subis. Il est logique que plus le portefeuille sera grand, plus il y aura des titres et une valorisation importante, et plus un risque intervenant sur le portefeuille aura un impact élevé.

Il existe différents types de risques qui apparaissent dans la cadre de la gestion d’un fonds d’investissement : ces risques peuvent être liés à la gestion du portefeuille même, directement aux marchés ou aux différents titres sur lesquels le gestionnaire prendra une participation. Le risque dépendra en premier lieu du type d’actif dans lequel le fonds va investir. En effet, si le gestionnaire de fonds a pour responsabilité la gestion d’un fonds obligataire, par conséquent la gestion d’un portefeuille obligataire, ce portefeuille comprendra techniquement moins de risque qu’un portefeuille ayant pour but d’investir uniquement dans des actions. Le fonds sera donc plus ou moins risqué en fonction de sa stratégie d’investissement et de ses objectifs. Techniquement, car les obligations sont bien moins volatiles que les actions. Le prix d’une obligation va seulement dépendre des taux d’intérêt actuels sur le marché, c’est pourquoi récemment les obligations ont connu une forte dévalorisation car les taux d’intérêt directeurs étant en hausse, cela fait chuter la valeur de l’obligation. Ceci s’explique simplement de la façon suivante : comme l’évoque l’AMF « quand les taux d’intérêt montent, de nouvelles obligations sont émises avec des coupons supérieurs à ceux des anciennes. La valeur de ces dernières se met donc à baisser puisque les investisseurs les vendent pour acheter celles qui rapportent plus ». Ce cas où les obligations perdent de la valeur est rare, il est présent actuellement

à cause de l'inflation et du resserrement de la politique monétaire mise en place. De même, accéder aux produits dérivés tels que les options ou futures peut permettre de mieux gérer le risque et d'acquérir des actifs ayant pour but de se couvrir contre certains risques. Il est donc nécessaire pour certains gestionnaires d'accéder aux marchés des dérivés (si le prospectus et les restrictions d'investissement du fonds ne l'interdisent pas). Dans le cadre de fonds UCITS, encore une fois, il peut être beaucoup plus compliqué pour le gestionnaire d'utiliser les produits dérivés pour se couvrir ou réaliser des profits, puisque les restrictions peuvent l'interdire. On aura donc une proportion de risque qui dépendra de la composition du portefeuille du fonds. Cette proportion de risque est connue des investisseurs, puisque les fonds disposent d'une note allant de 1 à 7 représentant le risque.

Les différents et principaux risques que l'on retrouve dans la gestion de portefeuille, et particulièrement dans les fonds d'investissement, sont :

- Risque de marché : c'est un risque « lié aux pertes qu'il est possible de subir sur les marchés financiers, en raison de l'évolution défavorable de facteurs de risque tels que les cours de change, les taux d'intérêt ou le prix des matières premières, pour lesquels il existe des techniques standard de couverture (e.g., contrats à terme, options, swaps) » comme le définit Frantz Maurer dans son article « L'impact du risque de marché sur le résultat de l'entreprise » publié en 2005. Ce risque est donc lié à la variation du cours des actifs qui composent notre portefeuille, et cette variation des cours apparaît lors de divers événements. Ce risque est composé donc du risque spécifique et du risque systématique dont nous avons déjà parlé. Il est donc possible de le limiter au maximum en ayant recours à différents produits ou techniques, mais c'est un risque qui sera constamment présent. Ce risque peut être mesuré par la Value-at-risk (VAR) qui se définit, selon Frantz Maurer « comme la perte potentielle maximum qu'une banque ou une institution financière peut subir dans un laps de temps donné et à un niveau de probabilité donné. C'est donc une mesure à la fois globale et probabilisée du risque de marché ». L'exemple utilisé dans son article est le suivant, « si la value-at-risk à 24 heures et au niveau de confiance 99% s'établit à un million de dollars, cela signifie qu'on a 99 chances sur 100 de ne pas perdre plus d'un million de dollars dans les prochaines 24 heures ». On voit donc que la VAR permet de calculer la probabilité de perte définie sur une période déterminée, c'est donc une mesure du risque de marché qui est utilisée dans les institutions financières et fonds d'investissement afin de connaître le degré de risque de perte de leur portefeuille. Mais ce calcul nécessite des hypothèses et le choix d'un modèle spécifique, il fait l'objet d'une profession à part entière. Dans le cas de Luxcellence, cette VAR est calculée par l'équipe de Market Risk, bien évidemment, leur rôle ne s'arrête pas là, mais c'est en effet une de leur mission.

- Le risque de liquidité : qui peut être défini comme « le risque de liquidité reflète le risque de retraits massifs de dépôts bancaires ou d'insuffisance d'actifs pour que les banques puissent couvrir ces retraits », définition tirée de la thèse « Le risque de liquidité dans le système bancaire » rédigée par Mihela Costisor. Cette définition est dans ce cas précis applicable au système bancaire. Mais le principe est le même pour les fonds d'investissement, à la différence que le risque ne réside pas dans la demande de retrait d'argent mais dans la demande de sortie de la prise de participation dans le fonds, c'est ce que l'on appelle les « redemptions », à savoir en français les rachats. Ce sont donc ces rachats qui sont à l'origine du risque de liquidité, puisqu'ils correspondent à la revente de leur prise de participation dans le fonds, et c'est ce fonds qui doit donc assurer le rachat des parts de l'investisseur sortant du capital du fonds. En tant que risk analyst, nous analysons ce risque à l'aide d'un indicateur que l'on appelle « LCR » : liquidity coverage ratio qui est calculé à partir de la proportion d'actifs hautement « liquides » (un actif est dit liquide « lorsqu'il peut être acheté ou vendu rapidement sans que cela n'ait d'impact majeur sur son prix. La liquidité reflète donc la facilité avec laquelle cet actif peut être échangé ») dans le portefeuille du fonds par rapport aux rachats auxquels le fonds est confronté. Ce ratio ne doit pas être inférieur à un certain seuil, car dans le cas contraire, cela représente un risque de liquidité et le fonds peut donc faire face à des difficultés en conséquence d'un rachat significatif. Ce risque est principalement lié à la possibilité que le fonds ne puisse pas faire face à un rachat important s'il ne dispose pas d'actifs suffisamment liquides, c'est-à-dire des actifs qui peuvent être échangés rapidement à tout moment sur le marché, sans pour autant subir de perte importante de valeur. Le risque de liquidité est également étudié par une analyse des titres insuffisamment liquides détenus et par une analyse des découverts bancaires des comptes du fonds.
- Le risque de taux dépendant donc de la nature des placements du fonds d'investissement. Un investisseur qui prend participation dans un fonds obligataire subira un risque sur les taux. Comme nous l'avons vu, une augmentation des taux a pour conséquence une baisse de la valeur des obligations et donc une éventuelle moins-value. Ce risque concerne les fonds UCITS et AIF dont la stratégie d'investissement principale se limite à l'acquisition de produits de dette d'entreprises, d'Etats de différentes zone géographique (mondiale, européenne ou français, etc.). Ces limites géographiques sont également définies dans la stratégie d'investissement du fonds. L'avantage de ce type de fonds est que la participation aux fonds obligataires se fait

généralement sur le long terme afin de tirer profit de notre investissement et donc permet de limiter le risque.

- Le risque de change existe pour les fonds qui ont la possibilité d'investir dans une zone géographique différente de la devise du fonds, puisqu'il concerne l'évolution du taux de change des devises. Selon l'AMF « lorsque la valeur de l'euro monte par rapport aux autres monnaies dans lesquelles le fonds investit, c'est la valeur du placement qui baisse, mécaniquement. Inversement, lorsque l'euro baisse face aux autres monnaies, la valeur du placement monte ». Cela est sensé, car si un investisseur européen investit dans une devise étrangère, son placement est libellé dans cette devise. Ainsi, si la valeur de l'euro s'apprécie par rapport à cette devise, alors la valeur de son placement diminuera, puisque le cours de cette devise se dépréciera par rapport à l'euro. Par exemple : au 30 avril 2023, 1 euros équivaut à 1.11 USD, si la valeur de l'euro s'apprécie, alors 1 euro va valoir par exemple non plus 1.11 USD, mais 1.2 USD. Ainsi, nous aurons donc plus de dollars pour la même somme en euros, ce qui dévalorisera la valeur de notre portefeuille, puisque nous devons convertir les dollars en euros à la fin de notre investissement.
- Le risque de crédit ou de contrepartie selon le glossaire de Vernimmen : « est le risque de perte sur une créance ou plus généralement celui d'un tiers qui ne paie pas sa dette à temps. Il est naturellement fonction de trois paramètres : le montant de la créance, la probabilité de défaut et la proportion de la créance qui ne sera pas recouvrée en cas de défaut ». Il est important de noter que le risque de contrepartie, qui est le risque que la contrepartie avec laquelle on traite ne respecte pas ses engagements (ne fournit pas les titres, ne paie pas ses dettes, etc.) englobe le risque de crédit. On peut constater que ce risque est lié essentiellement à la contrepartie avec laquelle nous traitons. Il peut être à la fois intentionnel, si la contrepartie a des intentions malveillantes ou frauduleuses, ou involontaire dans le cas de la faillite ou d'un manque de liquidité afin de rembourser ses créancier. Ce risque de contrepartie/credit peut être limité, car la Banque européenne d'investissement, comme indiqué sur leur site officiel : va vérifier la qualité des contreparties afin qu'elles soient de qualité excellente » et que les risques de crédit associés aux transactions soient correctement mesurés et, le cas échéant, couverts de manière permanente ». Le département « risque de crédit » de la Banque européenne d'investissement procède donc à une analyse de la solvabilité de l'emprunteur et du gérant se basant sur différentes caractéristiques pour déterminer une notation et la qualité de l'émetteur du crédit,

afin de s'assurer de la possibilité de remboursement ou de la réalisation de ses engagements. Également, les entreprises, les institutions financières et les Etats font l'objet d'une notation par les agences Standard & Poor's, Moody's et Fitch Ratings, dans le but de déterminer le risque de défaut de ces acteurs. Les notes allant de D à AAA, D étant la note la plus basse et se traduit par une insolvabilité. Ces notations sont présentes donc pour minimiser au maximum ce risque, qui peut s'avérer systémique en cas de défaut. En effet, si une institution financière ou une entreprise ne rembourse pas ses créanciers, ces derniers peuvent à leur tour faire défaut, créant ainsi un risque systémique, une contagion qui met en difficulté l'ensemble du système économique. Pour exemple, récemment la France a vu sa note rétrogradée de « AA » à « AA- » par l'agence Fitch Ratings, reste à savoir si les autres agences de notation vont à leur tour dégrader la note de la France et la considérer comme moins solvable.

Ceci représente donc les principaux risques qui pèsent sur la gestion de portefeuille au sein d'un fonds d'investissement. Bien évidemment, ils sont variables et dépendent de la composition et de la zone géographique d'investissement du portefeuille. Il est évidemment également, qu'il y a toujours un risque de perte en capital et rien ne nous garantit un retour sur investissement dans le cas d'une prise de participation dans un fonds ou dans le cas de la constitution et de la gestion d'un portefeuille. Il est cependant possible de limiter certains risques en ayant recours à des produits dérivés comme nous l'avons évoqué. Un risque de taux par exemple peut être limité par un swap (contrat par lequel deux institutions financières s'échangent des flux financiers), les options peuvent permettre de limiter un risque de marché, en achetant et en vendant des options sur un même titre (spread) pour limiter les pertes au maximum. D'autres techniques existent par ailleurs.

2.1.2 Le rôle du Risk Analyst dans la gestion du risque

Dans le cadre du stage « Risk Analyst », notre rôle était d'analyser les différents risques auxquels les fonds d'investissement sont confrontés. Par conséquent, chaque fonds avait une gestion des risques différente et faisait face à des risques spécifiques. Pour rappel, que ce soient des fonds UCITS ou AIF, il y a plus ou moins de réglementations, donc plus ou moins de contraintes d'investissement. L'analyse des risques était réalisée par le biais de plusieurs indicateurs tels que le « LCR » dont nous avons déjà parlé, mais il en existe d'autres, comme le Portfolio turnover (PTR) qui représente en quelque sorte le degré d'activisme dans le portefeuille, puisqu'il est calculé à partir des rachats et des souscriptions du fonds comparé aux achats et ventes du portefeuille, le tout divisé par la NAV (Net Value Asset ou valeur liquidative en français qui représente la valeur globale du fonds) du fonds. Des analyses concernant les contreparties sont également effectuées, nous vérifions que les contreparties

avec lesquelles le fonds traite soit bien autorisées pour chaque transaction. Nous examinons aussi les découverts du fonds afin qu'ils ne représentent pas une part trop importante de sa valeur. Bien évidemment, une analyse sur les restrictions d'investissement du fonds est primordiale, certaines activités sont interdites ou limitées et certaines contraintes sont applicables, il est donc essentiel de vérifier que celles-ci soient bien respectées. En revanche, il se peut qu'il existe des dépassements des restrictions d'investissement sans volonté ni activité propre du gestionnaire, mais en raison des fluctuations de marché et que ces fluctuations de marché créent un dépassement d'une limite. Ces différents indicateurs sont donc des exemples des différentes analyses que nous réalisons dans le cadre de l'élaboration de notre rapport de risque. Il existe évidemment d'autres indicateurs que nous n'allons pas nécessairement évoquer. L'idée était d'exposer une vue d'ensemble des analyses réalisées en tant que risk analyst, plutôt que de refaire l'intégralité des indicateurs et du rapport effectué pour le gestionnaire de fonds.

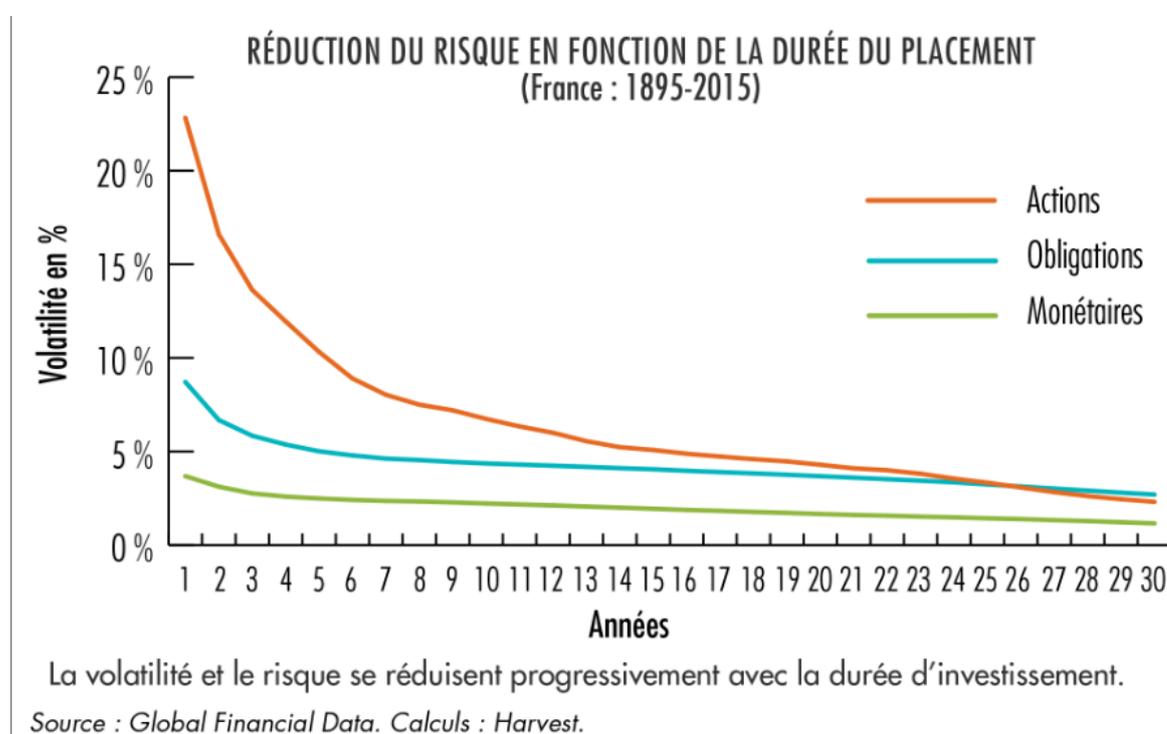
Ces risques sont donc les principaux risques qui apparaissent dans le cadre de la gestion de portefeuille dans les fonds d'investissement. La gestion du risque apparaît donc par le biais de différentes techniques et méthodes, ainsi que par différents actifs que l'on peut appeler : actifs de couverture. Cette gestion est donc connue du gestionnaire et peut être synthétisée par les Risk Analysts par le biais de l'élaboration des rapports de risque qui retracent donc l'essentiel des risques présents dans la gestion de portefeuille des fonds.

Nous allons maintenant appliquer ces risques généraux à la gestion passive et active, et étudier les inconvénients des deux méthodes de gestion.

2.2 GESTION PASSIVE : RISQUES ET INCONVENIENTS

La gestion passive est une gestion plutôt avantageuse pour les gestionnaires peu actifs ou les particuliers qui souhaitent investir sur les marchés sans avoir beaucoup de connaissances ou de temps à consacrer. De plus, cette gestion permet de limiter le risque de par sa grande diversification et de par son horizon d'investissement à long terme, qui réduit le risque de perte. De nombreuses études ont démontré que l'investissement long terme permettait de réduire le risque, quel que soit le type d'actifs composant notre portefeuille. Le graphique issu de Global Financial Data. Calculs : Harvest. ci-dessous démontre la réduction du risque dès lors que la stratégie d'investissement est à long terme.

Figure 5 : Réduction du risque en fonction de la durée de placement sur différents actifs.



La gestion passive permet donc de réduire le risque de notre portefeuille et offre un investissement à risque réduit. C'est sur le long terme qu'on peut tirer le meilleur profit de l'évolution des indices, en particulier lorsque les frais de gestion sont faibles, comme dans le cas de la gestion passive. Cependant, cette gestion passive présente certains inconvénients que nous allons aborder. Dans le cadre de cette partie, nous allons nous intéresser plus particulièrement à la gestion indicielle qui représente la stratégie la plus utilisée et la plus représentative de la gestion passive.

Tout d'abord, l'un des grands inconvénients de la gestion indicielle est son faible besoin d'emploi. D'un point de vue macroéconomique celle-ci ne crée que peu d'emploi et participe donc peu à l'embauche et à la création de valeur par la réduction du chômage. En effet, sans trop rentrer dans le détail, le taux d'emploi est un des indicateurs clés d'une économie en bonne santé et un des

indicateurs représentatifs de la croissance d'un pays. En revanche, le faible interventionnisme de la gestion passive complé à l'éventail de participation prise se traduit par une faible demande d'emploi. Comme l'évoque Bertrand Jacquillat dans son article « Styles de gestion de portefeuille et gouvernance des entreprises » publié en 2018, ce sont bien les investisseurs et les actionnaires d'une entreprise qui ont pour rôle de surveiller et contrôler le conseil d'administration : « la réponse fut pendant longtemps les investisseurs qui avaient des billes dans le jeu (skin in the game) ». Or, dans le cadre de la gestion passive, il est impossible pour un gestionnaire de fonds passif de surveiller attentivement toutes les participations qu'il détient, « ainsi les trois plus grands gérants institutionnels de gestion passive, Blackrock, Vanguard et State Street qui ont collectivement près de 15 000 Md\$ sous gestion emploient moins de 100 personnes dans leurs équipes de corporate governance ». Ils n'ont pas besoin d'une équipe très développée et laisse à l'abandon ce rôle pourtant essentiel afin de guider, de surveiller et d'être attentif à la gestion des entreprises dans lesquelles le fonds détient une participation. La gestion passive pourrait entraîner une situation dans laquelle les actionnaires n'ont que peu d'incitations à s'impliquer dans l'entreprise (se déplacer aux assemblées générale, etc), ce qui se traduit par un contrôle des sociétés par leurs cadres dirigeants, même s'ils ne possèdent qu'une part faible de l'actionnariat de l'entreprise. Cet effet a été mis en évidence par une vieille étude de 1932 menée par Berle et Means avec les sociétés ayant des milliers d'actionnaires ayant tous une petite participation dans l'entreprise. On a donc un retour de cette crainte avec une volonté seulement de rentabilité au point d'oublier que l'actionnaire a aussi un rôle de gouvernance à jouer, comme le mentionne Bertrand Jacquillat : « La primauté accordée par la nouvelle doxa aux actionnaires semble se réduire à la seule exigence d'un cours de bourse perpétuellement élevé. Ceci semble contre-productif et se traduit par une distanciation des entreprises à l'égard du marché boursier. » La gestion passive a donc pour conséquence une faible demande d'emploi ainsi qu'une dégradation du « rôle de l'investisseur en matière de contrôle et de gouvernance ». Il est important de mentionner que cette crainte n'est pas avérée pour autant, c'est une des éventualités qui pourrait arriver dans le cas de la gestion passive. Pour que cela se produise, il faudrait que la gestion passive représente une participation dans les entreprises assez conséquente, de plus comme mentionné par Bertrand Jacquillat, ce n'est pas parce qu'un investisseur est passif que l'actionnaire ne sera pas actif, les gestionnaires passifs ont conscience de cet enjeu et s'efforcent d'intervenir dans la société à hauteur de leur participation.

Un deuxième inconvénient dans la gestion passive réside dans sa définition et son objectif même, il sera presque impossible pour un portefeuille géré passivement de surperformer l'indice qu'il tente de répliquer. Ainsi, la performance et le rendement seront limités à la performance de l'indice. De plus, si l'indice sous-performe, ce sera aussi le cas pour notre portefeuille. Alors qu'un portefeuille géré activement pourra lui s'adapter en fonction de la tendance actuelle et choisir les titres qui peuvent

augmenter malgré la sous-performance de l'indice. On n'a plus aucune notion de titres sur ou sous-évalués dans un portefeuille passif, on n'aura donc pas de prix d'équilibre déterminé par l'offre et la demande, mais ce prix dépendra uniquement de la taille et de la proportion du titre dans l'indice de référence.

La gestion indicielle est également basée sur aucune analyse préalable des fondamentaux des sociétés dans lesquelles nous investissons. Elle ne prend en compte aucunement les ratios financiers, l'analyse financière, ou stratégie d'une entreprise. Pourtant, le gestionnaire de fonds va investir dans cette société. Il est possible d'avoir des sociétés avec aucune amélioration d'un point de vue financier, d'un point de vue de gestion et pourtant cette entreprise peut évoluer jusqu'à des niveaux historiquement élevés. Les gestionnaires passifs se retrouvent en position de « preneurs de prix ». Ils investissent en fonction de l'indice en ne prêtant aucune attention à la qualité des titres dans lesquels ils investissent. Ils n'ajustent pas leur position à la hausse ou à la baisse comme le fera un gestionnaire actif. Ils investissent dans tous les titres de l'indice sans se poser la question de la fiabilité et de l'évolution des performances futures de ces titres. De plus, cette gestion accentue la volatilité des titres. Comme l'évoque Olivier Scaillet (professeur de finance à l'Université de Genève et au Swiss Finance Institut), la gestion indicielle va accentuer la hausse ou la baisse d'un titre. Si celui-ci représente un poids moins important pour une raison quelconque, le gestionnaire va donc ajuster à la baisse cette position dans son portefeuille ce qui va accentuer la baisse en augmentant l'offre. Ceci fonctionne également dans le cas d'une hausse de la valorisation du titre, et cette hausse peut être amplifiée à tel point qu'elle atteindra un niveau historique sans pour autant disposer de bons fondamentaux ou d'améliorations visibles. Cet effet est d'autant plus accentué lorsqu'il porte sur les marchés à faible liquidité, ou des faibles volumes sont échangés, puisque les volumes échangés pour la gestion indicielle représenteront une part plus importante du volume total, un impact par conséquent plus important.

La gestion indicielle est également limitée dans la liberté de choix des titres dans le portefeuille d'investissement. En effet, le choix n'est pas libre et le gestionnaire en est conscient. Nous pouvons prendre l'exemple évoqué par Alistair Jones ayant rédigé le document « Les risques cachés de la gestion passive » en juillet 2014 publié par Schroders destiné aux professionnels de l'investissement, dans lequel il prend la composition de l'indice MSCI World qui était composé de 1 600 valeurs, alors que sur la même période, « l'univers des valeurs mondiales suffisamment liquides pour qu'on y investisse compte plus de 15 000 titres ». On peut conclure que la gestion indicielle restreint automatiquement l'échantillon de titre dans lequel nous pouvons investir. Cette restriction s'applique au profit des grosses capitalisations boursières et au détriment malheureusement des petites et moyennes capitalisations qui, pourtant, affichent de très bons résultats, performances ou possibilités

de croissance future, mais qui peuvent manquer de capitaux propres, problème lié à cette gestion indicielle et à leur taille insuffisante pour atteindre l'indice boursier. Cette restriction peut aussi poser des problèmes au gestionnaire qui souhaite intégrer une stratégie plus « responsable » dans son portefeuille. C'est pourquoi, jusqu'à peu, il était difficile pour un gestionnaire de fonds de pratiquer la gestion passive tout en ayant une volonté d'investir responsable. Les critères ESG (Environnement, Social et Gouvernance) constituent de plus en plus un critère d'investissement, ils sont de plus en plus pris en compte dans l'analyse des titres et dans le poids qu'ils représenteront dans le portefeuille. Il pouvait en effet être difficile pour les gestionnaires d'investir dans des titres ayant des démarches ESG. La seule option était d'investir dans des indices ESG, qui sont eux beaucoup moins développés et populaires que les indices classiques. En revanche, récemment, Euronext souhaitant répondre à ce besoin et cette demande croissante, a lancé le 22 mars 2021 le CAC 40 ESG. Ceci est un exemple parmi la France. Une critique est à souligner, l'indice est créé à partir de critères de notation génériques, il est donc possible que l'indice ESG regroupe donc des sociétés respectant des critères peu exigeants en termes de responsabilité afin de compléter l'indice. Par conséquent, une possibilité réduite dans le cadre d'une volonté d'investissement responsable peut être observé, notre portefeuille se limitera aux indices ESG qui peuvent ne pas être optimaux en fonction des critères de notation pris en compte.

La gestion passive plus particulièrement la gestion indicielle a donc plusieurs inconvénients et défauts, mais reste une gestion à faible risque. Le risque de marché, lui est limité par la diversification et par la stratégie long terme qui est adoptée par ces gestionnaires. Le risque de liquidité est également limité si le gestionnaire applique une gestion indicielle des principaux indices boursiers, ils regroupent des valorisations qui sont fortement liquides avec des échanges très volumineux et donc facilement échangeables sur le marché à tout moment. Il sera donc difficile de trouver un titre peu liquide parmi eux. Le risque de crédit ne s'applique seulement si le fonds a pour stratégie d'investissement uniquement un indice obligataire. Mais là encore, ce risque sera limité à condition d'investir dans les principaux indices, puisqu'ils vont regrouper les obligations des grandes entreprises et des états qui auront une forte solvabilité. C'est le même principe que pour les indices boursiers actions, les plus grandes sociétés ou obligations vont se retrouver sur les grands marchés, ce qui réduit les chances de faire face à une situation de défaut de contrepartie si on réplique les plus gros indices obligataires. Ceci n'est valable malheureusement que dans le cas où la stratégie du fonds consiste à répliquer les plus gros indices. Il existe des milliers d'indices disponibles, et tous ne représentent pas des grosses entreprises ou capitalisations très liquides ou de bonne qualité, il est donc possible qu'il y ait plus de risques en optant pour ces indices.

2.3 GESTION ACTIVE : RISQUES ET INCONVENIENTS

L'un des premiers inconvénients de la gestion active est la nécessité de se consacrer à temps plein à la gestion du portefeuille. Comme nous l'avons présenté, un manque d'une bonne journée en bourse, des moments les plus « iconiques » entraînent une baisse significative de la performance. De plus, la nécessité des analyses fondamentales des entreprises, via l'application des méthodes « top down » ou « bottom up » qui rappelons le, sont complémentaires, impliquent énormément d'analyses macroéconomiques et microéconomiques afin de déterminer les titres les plus susceptibles de performer ou de s'effondrer, nécessitant donc un ajustement de notre portefeuille. C'est pourquoi la profession de gestionnaire de portefeuille existe, car elle nécessite un suivi particulier en plus d'une expertise. Les particuliers n'ayant aucune connaissance en analyse financière, en concepts financiers ou en économie ne pourront ni définir si une société est correctement évaluée par le marché ni anticiper les événements de marché et économiques susceptibles d'avoir un impact sur les marchés boursiers.

De plus, l'analyse financière et la valorisation des entreprises requièrent l'application de modèles plutôt techniques, comme la valorisation par les DCF qui nécessite donc la détermination du CMPC et la détermination du MEDAF ainsi que le bêta qui peuvent se montrer très difficiles à déterminer. D'autant plus qu'il peut être nécessaire de désendetter le bêta afin de se rapprocher le plus possible du risque qui pèsent sur le titre. Les calculs pour déterminer la valeur d'une action sont parfois complexes, mais il est possible de passer outre en choisissant d'autres méthodes de valorisation (comparables, dividendes actualisé, etc), mais ces méthodes moins complexes sont en toute logique parfois moins fiables et précises. C'est donc un travail très fastidieux et technique qui n'est pas accessible à tous.

L'un des points les plus importants à souligner est la gestion du risque. Comme présenté, il est possible de réduire le risque grâce à la diversification afin de réduire le risque au seul risque systématique ainsi que par l'investissement sur le long terme comme le montrent de nombreuses études. Mais qu'en est-il alors du risque dans la gestion active ? C'est une gestion qui n'a pas de vision sur le long terme, son objectif est de réaliser des profits rapidement par le biais d'un fort interventionnisme dans le portefeuille. La gestion de ce portefeuille est active, on aura donc une vision plus court terme avec des ajustements fréquents en fonction des tendances de marché et des analyses effectuées. Par conséquent, il nous est impossible d'atténuer le risque via l'investissement long terme sauf s'il est prévu dans la politique d'investissement du fonds. En addition, la diversification n'est pas une caractéristique de celle-ci. L'avantage est que le gestionnaire aura un choix d'investissement énorme puisqu'il n'a aucune obligation quant aux choix de ses actifs. Il peut investir sur n'importe quels titres qui lui semblent prometteurs, là où un gestionnaire passif sera limité. Les seules obligations

qui peuvent se présenter à lui sont les restrictions d'investissement s'il est gestionnaire de portefeuille pour des OPCVM. Mais au détriment de cet éventail de choix, le risque prime, la diversification est absente, ce qui laisse place aux risques : systématique et spécifique. Ceci est dû à plusieurs facteurs. La sélection des meilleurs titres dans lesquels investir est un processus vertueux, c'est pourquoi il est impossible de déterminer des titres à fort potentiel sous-évalués ou des titres surévalués rapidement sans travail fastidieux, il est donc difficile pour le gestionnaire d'investir dans une diversité de titres de bonne qualité pour surperformer. De plus, le but du gestionnaire est de battre l'indice, et pour cela, il n'y a aucun intérêt pour un gestionnaire d'acquérir tous les titres présents dans un indice. Le gestionnaire va seulement acquérir les titres qu'il juge de très bonne qualité et va laisser les autres qu'il juge sans intérêt. La diversification est beaucoup moins présente dans un portefeuille géré activement que dans la gestion passive avec la réplication d'un indice. On observe donc une gestion du risque totalement différente et une exposition au risque bien supérieure. Ceci est également explicable par le couple rentabilité-risque, plus un titre sera risqué et plus les investisseurs exigeront une prime de risque élevée, plus la rentabilité pourra être élevée. Les gestionnaires actifs vont rechercher la rentabilité quitte à prendre énormément de risques. C'est pourquoi il y a de nombreux clients perdants au sein des marchés boursiers, le risque pris peut s'avérer trop élevé malgré la rentabilité attendue au bout du tunnel. Certains risques, comme le risque de liquidité, sont plus particulièrement présents dans la gestion active. Le libre accès à tous titres sur le marché, y compris ceux présents sur les indices boursiers les moins échangés, entraîne un risque de liquidité plus important car moins d'acheteurs ou vendeurs seront présents sur ce marché, par conséquent moins de contreparties susceptibles de réaliser ces échanges. Le risque de marché, lui pourra être compensé par l'accès aux produits dérivés dans le portefeuille du gestionnaire qui aura un accès plus libre à ces produits. Le risque est donc fortement présent dans ce style de gestion, même si les gestionnaires utilisent certaines techniques pour atténuer ce risque.

La question de performance peut aussi s'avérer problématique dans le cas de la gestion active. Il n'y a aucune garantie de performance, contrairement à la gestion passive qui va performer autant que le marché (à moins d'une forte crise économique et des conjonctures extrêmement défavorables, les marchés boursiers finiront par se redresser et performer : prenons par exemple le CAC 40 après la crise du covid-19 qui a atteint des niveaux record après avoir fortement chuté). La gestion active n'offre aucune garantie de performance, elle va dépendre exclusivement de la capacité du gestionnaire de portefeuille à tirer profit de ses placements et investissements, ainsi que de sa capacité à investir dans les bons titres. Cela a été mis en avant comme mentionné dans l'article d' Emma Ann Hughes « Pros and cons of active management » publié dans FTadviser, par Ben Yearsley responsable de la recherche d'investissement chez Charles Stanley Direct , « The main negative is there are no guarantees about

performance, you are wholly reliant on the fund manager or management team on picking the right stocks for the portfolio ». Comme déclaré, la performance va seulement dépendre de la sélection judicieuse des titres et donc des compétences des équipes ou du gestionnaire à investir dans des titres performants ou croissants. Une performance qui peut être supérieure à l'indice de référence, mais également inférieure, cela sera en fonction de la qualité de gestion du portefeuille, comme l'a dit Robin Stoakley, directeur général pour UK intermediary à Schroders « Good active management can offer performance significantly in excess of the reference benchmark return. But poor active management can underperform the reference benchmark ». La performance d'un gérant peut être évaluée avec ce qu'on appelle le ratio d'information qui est définie selon Morningstar comme « le ratio entre le rendement « actif » d'un portefeuille par rapport à son indice de référence (benchmark) rapporté à la volatilité de ce rendement actif (encore appelée « risque actif »), plus le ratio est élevé et plus le gérant est performant, il permet donc d'évaluer la capacité du gérant à créer de la valeur sur le long terme. » C'est un indicateur très intéressant pour les investisseurs qui souhaitent évaluer la capacité du gérant à générer de la performance.

La gestion active de portefeuille est également plus onéreuse que la gestion indicielle. Elle nécessite de nombreuses interventions pour ajuster notre portefeuille et nos positions, c'est pourquoi il y aura plus de frais si on compose et gère un portefeuille de façon actif, les frais passés auprès des brokers seront donc supérieurs puisqu'il y aura beaucoup d'ordres passés. Également, un investisseur prenant une participation dans un fonds ayant une gestion active aura plus de frais qu'une prise de participation dans un fonds indiciel. La logique est la même, le gestionnaire de portefeuille ajustant ses positions aura donc plus de frais et ces frais se répercuteront sur l'investisseur. De plus, les investisseurs paient l'expertise du gérant du portefeuille et sa performance potentiellement supérieure au benchmark s'il atteint son objectif. Comme tout métier, l'investisseur est comparable au client et le gérant est le prestataire de services, il vend donc ses services à l'investisseur qui prend participation dans le fonds, par conséquent, il paie également le service offert par le gestionnaire, à savoir ses analyses, son expérience, etc. C'est pourquoi la gestion active des fonds entraîne des frais supérieurs et plutôt onéreux, Emma Ann Hughes le dit également dans son article publié en 2013 « Another oft-cited downside is the costs associated with active management. Average active fund AMCs are now around 0.75 per cent, compared to passive fund fees which vary but can be as low as 0.1 per cent. » Les frais de gestion sont bien plus élevés, ce qui est compréhensible compte tenu de la nécessité d'intervention et de l'expertise apportée à la gestion. Ces frais de gestion auront par conséquent un impact sur la performance et le profit réalisé des investisseurs. Pour rappel, le profit se composera de la plus-value réalisée sur l'achat et la revente de titres et les dividendes qui seront peu existant en gestion active puisqu'il sera fréquent de ne pas garder un titre en portefeuille pour recevoir

le dividende. Mais il faut donc déduire de ce profit les coûts engendrés, or plus les frais de gestion sont conséquents, plus nos profits seront faibles. La nécessité de réaliser une plus grande plus-value est d'autant plus importante quand les coûts de gestion sont importants.

En revanche les gestionnaires actifs, contrairement aux gestionnaires se laissant guider par les indices, participent à ce qu'on appelle la loi de l'offre et de la demande. Ils sont donc à l'inverse des investisseurs passifs, des « price makers » qui agissent sur les prix et contribuent à maintenir un bon équilibre sur les marchés, avec des titres qui en principe sont valorisés à leur juste valeur, en fonction de leur création de valeur, amélioration financière, gestion, etc. Les investisseurs participent davantage à l'équilibre économique, et cette gestion est plus créatrice de valeur économique, puisque la demande d'emploi sera supérieure.

On peut voir que la gestion active n'est pas exempte de défauts, en pratique la performance d'un portefeuille actif devrait être supérieure à celle d'un portefeuille passif, notamment en raison du temps et de l'interventionnisme accordés par le gestionnaire au portefeuille, mais également en raison du risque pris lors de son élaboration. Ceci n'est sans compter de nombreuses variables comme la capacité du gestionnaire à investir au bon moment dans les titres de bonne qualité, la prise en compte des coûts plutôt élevés qui peuvent réduire la performance au point de réaliser une performance inférieure au portefeuille indiciel, ou encore le risque beaucoup plus élevé qui permet cependant en pratique de réaliser une rentabilité supérieure au marché si le gestionnaire connaît une bonne gestion de ce risque, mais qui par conséquent crée un environnement beaucoup plus volatil et une probabilité de perte plus importante.

Chaque type de gestion à ses avantages et ses propres inconvénients, que ce soit en termes de risque, de performance ou sur le plan économique. Y a-t-il une méthode de gestion préférable ? Les deux types de gestion procurent-elles vraiment la performance escomptée compte tenu de leurs caractéristiques et de leurs risques. C'est une des questions les plus fréquentes et controversées de cette activité. C'est pourquoi nous allons maintenant étudier les performances historiques de ces deux types de gestion.

PARTIE 3

-

COMPARAISON DE PORTEFEUILLE.

CHAPITRE 3 – COMPARAISON GESTION ACTIVE PASSIVE.

3.1 COMPARAISON ACTIVE PASSIVE EN FONCTION DU STYLE DE GESTION.

Nous allons commencer cette partie avec des analyses réalisées sur le sujet. De nombreux analystes et sites boursiers ont déjà publié des articles à ce sujet, tels que Boursorama avec « Gestion active ou gestion passive, comment choisir ? » ou encore Les Echos « Gestion active vs gestion passive : quelle performance des portefeuilles en 2021 ? » et la liste est encore longue. Cette question de gestion active ou passive est une question récurrente ou de nombreux investisseurs se demandent quelle approche adopter et quelle gestion sera la plus à même de générer de la performance.

Des comparaisons de la performance des deux méthodes ont déjà été effectuées et nous allons nous intéresser plus en détail à une de ces comparaisons avec notamment la méthode utilisée, le benchmark, etc.

Tout d’abord, il est évident que les gestionnaires de portefeuille en fonction de leur style de gestion ne prennent pas en compte les mêmes éléments dans le choix de leurs investissements. Que ce soit dans le cadre d’une gestion indicielle, quantitative (qui vise à battre le marché), growth, value, stock-picking, etc. dans chaque méthode le gestionnaire basera ses choix sur des analyses et des caractéristiques différentes. C’est ce que Catherine Aaron, Isabelle Bilon, Sébastien Galanti et Yamina Tadjeddine ont voulu étudier et démontrer dans le cadre de leur étude « les styles de gestion de portefeuille existent-ils ? ». Cette étude permet une approche différente des autres études sur la performance des différentes approches de gestion, les auteurs/autrices ont pris en considération les différences de styles de gestion et les éléments pris en considération par les gestionnaires lors de leurs prises de décisions. Ils ont construit leur étude sur l’élaboration d’un questionnaire distribué aux gérants afin de constituer leur échantillon de base. Etant donné l’absence de base de données disponibles. Ils ont dû s’adapter et créer leur propre échantillon dans le cadre de cette étude. Le questionnaire comprenait donc cinq parties, dont on peut trouver un aperçu dans l’Annexe 2, afin d’avoir une vision globale du type de gestion adopté par le gestionnaire ainsi que son environnement, les facteurs d’investissement, etc. La répartition des styles de gestion figure également en Annexe 2 offrant une vision de la répartition de l’échantillon. Les auteurs/autrices ont par conséquent constitué un échantillon en fonction des réponses qu’ils ont recueillies.

Ils ont réussi à analyser les principaux éléments pris en compte dans le choix d’un actif en portefeuille en fonction du type de gestion :

Tableau 3 : Variables prises en compte par les gestionnaires de portefeuille dans la sélection d'actifs en fonction des différents styles de gestion.

Tests menés sur les variables informationnelles

Sources d'information	Variables	% de réponses "information Très/Assez importante" ou de réponses "oui"							Test Fisher	Test Phi
		SPG	I	O	S	SPS	SPV	mov.		
Routines	Usage de l'analyse technique	88%	5%	12%	38%	81%	95%	61%	0,0053**	0,6804
	Etude de la rotation sectorielle	44%	5%	12%	84%	54%	40%	52%	0,0191**	0,5344
	Calcul de la Tracking Error	22%	100%	100%	53%	45%	20%	47%	0,0613*	0,4926
Informations relatives à la valeur fondamentale	Publication des comptes	63%	11%	12%	69%	66%	78%	59%	0,0109**	0,4384
	Recommandations analystes	73%	22%	33%	61%	47%	50%	54%	0,1792	0,4242
	Entretiens avec les dirigeants d'entreprise	89%	20%	12%	69%	71%	92%	69%	0,005**	0,5861
Informations issues du marché	Influence de l'évolution courante du marché	83%	57%	33%	53%	84%	92%	75%	0,0514*	0,3841
	Variations soudaines du marché	31%	33%	33%	30%	66%	37%	41%	0,2095	0,3024

Source : les auteurs. (I : Indiciel, Q : quantitatif, SPS : *Stock-Picking Stratégique*, SPG : *Stock-Picking Growth*, SPV : *Stock-Picking Value*, S : Sectoriel.) Le test de Fisher indique si les variables discriminent les styles, au seuil de (*) 10% et (**) 5%. Le test phi montre une dépendance des variables par rapport aux styles lorsque sa valeur est supérieure à 0.3.

Il faut savoir que la tracking error est définie dans le cadre de l'étude comme suit : « il mesure l'écart entre la performance du portefeuille et celle du benchmark. Plus la tracking error est élevée, plus le gérant prend de risques ». Quant à la rotation sectorielle est définie elle comme suit : « elle vise à déterminer la sensibilité des secteurs à la conjoncture économique. Le gérant procède ensuite à des arbitrages intersectoriels en fonction du cycle économique ».

On peut voir que la gestion indicielle I et la gestion quantitative Q basent essentiellement leurs choix d'investissement sur le critère de la tracking error qui va donc permettre de déterminer la performance du portefeuille par rapport à celui de l'indice. Tous les gestionnaires pratiquant la gestion indicielle sont unanimes et utilisent donc la tracking error pour évaluer et ajuster leur performance. Également comme nous l'avons évoqué on peut voir que les informations relatives à la valeur fondamentale de l'entreprise sont très peu importantes dans le cadre des gestionnaires passifs. Ils n'apportent que peu d'intérêt aux fondamentaux financiers et à la gestion des entreprises. En revanche, l'influence du marché représente également un critère important pour la gestion indicielle. C'est notamment le cas car il est important pour un gestionnaire de portefeuille indiciel de répliquer le poids d'un titre dans le portefeuille à hauteur du poids dans l'indice. Si le marché pense qu'une entreprise est surévaluée, alors ils vont vendre et le poids va baisser. Il devra donc ajuster en fonction du marché. En revanche pour la gestion quantitative qui a pour but de réaliser une performance supérieure au marché, les gestionnaires se basent moins sur l'influence du marché et un peu plus sur les recommandations d'analystes (33% des gestionnaires en Q contre 22% en I) qui vont souvent entraîner des variations de marché. A la différence, la gestion via les stock-picking elle va se baser sur la méthode de l'analyse technique mais également sur l'influence du marché : plus de 80%

des gestionnaires interrogés utilisent l'analyse technique et prennent extrêmement en compte la tendance du marché. Ceci est parfaitement normal, la gestion active nécessite beaucoup d'ajustements dans le portefeuille. Si un gestionnaire anticipe une hausse ou une baisse, il va immédiatement réagir pour ajuster sa position en conséquence, et cet ajustement va également se baser sur l'analyse technique et les différentes prévisions que le gestionnaire aura effectuées.

Nous constatons également que les informations relatives à la valeur fondamentale de l'entreprise constituent un point plutôt important, puisque la majorité prennent en compte ces critères. Par exemple, dans le cas du stock-picking value le gestionnaire va regarder attentivement la publication des comptes : 78% des gestionnaires utilisent ce critère et 92 % utilisent les entretiens avec les dirigeants. Ces entretiens sont importants car permettent de connaître plus en détail la stratégie de l'entreprise, ainsi que les performances attendues, la gestion de celle-ci, qui sont des critères fondamentaux pour une entreprise ayant une bonne performance et pérennité. A la différence, seulement 20% des gestionnaires indiciels participant à l'étude utilisent les entretiens avec les dirigeants et seulement 11% utilisent la publication des comptes. Cela prouve que l'analyse financière des entreprises n'est pas une méthode pratiquée dans la gestion passive. Cette étude est donc intéressante car permet de définir les différents critères qui sont pris en compte dans chaque méthode de gestion et permet d'atténuer la touche théorique de ce mémoire. Sur la base de ces critères, l'étude a donc comparé la performance des différents gestionnaires : on peut voir le tableau des rentabilités ci-dessous.

Tableau 4 : Rentabilité et Ecart-type en fonction du style de gestion.

	SPG	I	Q	S	SPS	SPV	max	SBF 250	Fisher
2002	-27,10%	-35,60%	-33,00%	-34,40%	-22,56%	-28,67%	-29,89%	-31,78% (*)	0,0961*
	3,41	0,63	1,15	4,03	4,46	3,4			
2003	16,00%	13,18%	12,80%	13,10%	17,15%	21,04%	16,21%	13,14% (**)	0,0062**
	1,79	0,83	0,44	3,22	1,19	2,08			
2004	9,49%	8,57%	9,68%	6,84%	11,20%	15,14%	10,81%	8,03% (**)	0,1617
	2,28	0,95	1,04	0,91	2,26	1,33			
2005	11,30%	11,54%	11,92%	10,82%	12,50%	12,60%	11,96%	10,00% (**)	0,1533
	0,56	0,58	0,34	0,51	0,66	0,92			

Source : données Europerformance, calcul des auteurs sous Sphinx. (Indic : Indiciel, Quant : quantitatif, SPS : Stock-picking Stratégique, SPG : Stock-picking Growth, SPV : Stock-picking Value, Sect : Sectoriel).

Le chiffre en pourcentage est la rentabilité nette des frais de gestion, le chiffre sous la rentabilité est l'écart-type d'échantillon (erreur standard). L'année 2005 concerne le premier semestre.

Ce tableau nous montre la rentabilité moyenne des différents types de gestion et de la gestion indicielle par rapport au SBF 250. On observe que lors de l'année 2002, la gestion indicielle et quantitative ont réalisé une sous-performance plus élevée que le SBF 250 tandis que la gestion active a réussi à limiter les pertes avec une rentabilité supérieure au SBF 250. Dans les années qui suivent, dans le cadre de l'étude, la gestion indicielle est supérieure à la rentabilité du SBF 250, il en est de même pour la gestion quantitative qui arrive même à avoir une rentabilité supérieure à l'indicielle et

au marché, donc remplit son objectif. Mais la gestion par le stock-picking permet d'avoir une rentabilité supérieure à la gestion indicielle. En particulier, la gestion par les value permet d'avoir une rentabilité largement supérieure à la gestion indicielle sur la période concernée. Mais cette gestion est beaucoup plus risquée, avec un écart-type largement supérieur. Il est donc logique que pour un risque pris supérieur, la rentabilité le soit également.

D'après ces résultats, on peut conclure que le stock-picking permet d'avoir une meilleure rentabilité dans l'ensemble. La méthode par les value permet de dégager en moyenne les meilleures rentabilités, mais est également assez risquée. Les autres méthodes de stock-picking permettent également de dégager une meilleure rentabilité, toujours avec un risque plus élevé mais modéré en fonction des années. La gestion indicielle comporte donc le moins de risque, mais est moins rentable en moyenne.

Pour apporter un côté critique à cette étude, plusieurs points sont à souligner. Tout d'abord, cette étude est loin d'être très récente. La gestion indicielle n'était pas aussi présente qu'aujourd'hui et les comportements sur les marchés financiers ont beaucoup évolué. Les résultats que l'on retrouve ici peuvent ne pas correspondre à la réalité d'aujourd'hui. Ensuite, la rentabilité des différents styles de gestion est comparée au SBF 250 qui est « l'indice le plus large ». C'est pour cela qu'il a été choisi dans l'étude, mais on ne connaît pas le benchmark de la gestion indicielle, ce qui pourrait expliquer que la rentabilité de ce style est toujours supérieure à la rentabilité du SBF 250. Il serait intéressant de comparer la rentabilité de cette gestion en fonction de son indice de référence et non d'un indice global. Même si celui-ci est large, ce n'est pas très représentatif de comparer la performance d'une gestion indicielle par rapport à un indice global plutôt que l'indice de référence. Enfin, nous ne connaissons pas comment est calculée la rentabilité des différents styles de gestion, les frais de gestion sont pris en compte mais à quel niveau ? Nous ne connaissons pas non plus le montant des frais de gestion appliqué, qui sont fortement variables. De même, le coût et les frais de gestion ont également évolué. Il se peut qu'ils soient devenus plus conséquents en fonction du style de gestion ou autres. En revanche, il était tout de même intéressant d'intégrer cette étude, car elle montre la rentabilité en fonction de différents types de gestion passive (indicielle, quantitative) et active, et ne s'arrête pas aux seuls critères généraux pour définir la gestion passive ou active.

3.2 COMPARAISON ACTIVE PASSIVE : ETUDE RECENTE

On va maintenant s'intéresser à une autre étude de performance entre la rentabilité active et passive, mais cette fois-ci plus récente, et nous allons constater que les résultats sont étonnamment différents.

Cette étude a été effectuée par Garret Buchheit dans sa thèse « Active vs Passive Investing » (2022), Honors Theses. Cette étude est une comparaison de la performance entre les deux types de gestion.

Son échantillon est composé de 23 783 FCP (fonds commun de placement) américains du 1^{er} janvier 2000 jusqu'au 31 décembre 2021, chaque fonds a été conservé ou choisi en fonction des critères suivants : « All funds must have been active from 2007, - All funds must have a category type and size, - All funds must have an average ten year, five year, and three year return listed, - All funds must have a ticker listed on Morningstar, - All funds must have an annual holdings turnover rate of 30% or higher. » Sur la base de ces critères seulement 5401 fonds étaient encore présents dans l'échantillon. Cette liste de critères étant très exhaustive permet de regrouper un échantillon de fonds qualitatif toujours actifs et communiquant leur performance, elle permet d'éliminer les fonds qui sont « zombies » (plus vraiment actifs) et ceux dont les informations seraient trop compliquées à trouver. On retrouvera donc la répartition de l'échantillon total en Annexe 3, qui est divisée selon une stratégie : growth, value ou blend (qui est un mix de titre value et growth) ainsi que selon leur taille, à savoir Large-Cap « Companies with a market value of \$ 10 billion or more », Mid-Cap « Companies with a market value between \$2 billion and \$10 billion », et Small-Cap « Companies with a market value between \$300 million to \$2 Billion ».

Sa première comparaison est tout simplement le pourcentage de fonds gérés activement qui surperforment la rentabilité du S&P500 avec une rentabilité annuelle moyenne calculée sur une période de 10 ans (2012-2021), 5 ans (2016-2021) et 3 ans (2018-2021). La rentabilité du S&P 500, comme on peut l'observer ci-dessous, était de 17.19% sur 10 ans, 19.06% sur 5 ans et 25.9% sur 3 ans dividendes inclus.

Tableau 5-6-7 : Pourcentage de fonds surperformant le S&P 500 sur 3, 5 et 10 ans.

Percentage of Funds that Outperformed S&P 500 Over 10 Year Period

S&P Avg. = 17.19	Large	Mid	Small
Growth	29.39%	4.32%	5.83%
Value	0.13%	0.43%	0.00%
Blend	1.40%	0.96%	0.75%

Percentage of Funds that Outperformed S&P 500 Over 5 Year Period

S&P Avg. = 19.06	Large	Mid	Small
Growth	23.35%	8.07%	8.17%
Value	0.00%	0.00%	0.17%
Blend	0.88%	0.01%	1.12%

Percentage of Funds that Outperformed S&P 500 Over 3 Year Period

S&P Avg. = 25.9	Large	Mid	Small
Growth	16.62%	10.37%	7.78%
Value	0.00%	0.00%	0.00%
Blend	0.51%	0.32%	0.37%

On constate que le taux de pourcentage de fonds dépassant la performance du S&P 500 est très faible. Que ce soit sur une période de 3, 5 ou 10 ans les fonds ayant une stratégie d'investissement mixte (blend) qu'importe leur taille, sont très peu nombreux à surperformer la rentabilité du marché. Seulement en moyenne moins de 1% y arrivent sur l'échantillon, et rare fois ou plus de 1% des fonds y parviennent. C'est le cas des Large Cap sur 10 ans ou des Small sur 5 ans.

La stratégie value est quant à elle en grande difficulté pour dépasser la rentabilité du marché. Avec cette stratégie, aucun fonds n'arrive à dépasser le marché sur 3 ans et seulement 0.43% des fonds moyennes capitalisations arrivent à surperformer sur 10 ans, ce qui est très faible. On peut voir que la catégorie de fonds qui surperforme le plus le marché est celle des fonds adoptant la stratégie growth qui rappelons le consiste à investir dans les entreprises à fort potentiel de croissance (PME par exemple). C'est donc un investissement plutôt risqué en raison du risque de liquidité élevé et de la volatilité des titres à fort potentiel de croissance et/ou des secteurs technologiques ou médicaux. C'est dans cette catégorie que le plus de fonds surperforment le marché, avec presque 30% des fonds à fortes capitalisations qui arrivent à battre le S&P 500 sur 10 ans, 23.35% sur 5 ans et 16.62% sur 3 ans.

En revanche pour les mid et Small cap il est plus compliqué de battre le marché sur 10 ans, seulement 4.32% et 5.83% des fonds y parviennent. Mais en ce qui concerne la performance sur 5 et 3 ans, les fonds à moyennes et petites capitalisations ont un meilleur taux de réussite, à savoir une moyenne de 8% pour les petites capitalisations sur les deux périodes.

On peut affirmer que les fonds à fortes capitalisations, de par leurs moyens, arrivent à surperformer le marché plus facilement que les autres fonds à plus faibles possibilités d'investissement. En effet, les grandes capitalisations peuvent se permettre de prendre plus de risques et d'investir des sommes plus importantes, ce qui booste la rentabilité et permet donc de dégager un profit bien plus élevé. La moyenne des fonds battant le S&P 500 est donc très faible et seuls ceux ayant une stratégie d'investissement « growth » ont un « succès » plus élevé. Comme on peut le voir, il est quasiment impossible de battre le marché avec une stratégie value qui est une stratégie trop sécuritaire et pas assez risquée. En général, les entreprises « value » sont celles qui sont peu volatiles et valorisées à leur juste valeur, seuls des événements particuliers permettront de réajuster leur valeur. La stratégie « Blend » étant un peu plus risquée, il est un peu plus fréquent que certains fonds surperforment, mais ceux-ci restent très faibles.

En conclusion, la plupart des fonds gérés activement faillissent à battre le S&P 500, comme le dit l'auteur « Overall, most of the actively managed funds failed to outperform the S&P 500 over all time periods ». Seules les grosses capitalisations parviennent à le battre, mais « Even still, the large growth funds failed to outperform over 70% of the time over all time periods ». Cela démontre bien l'efficacité du marché américain, avec des titres plutôt bien valorisés et avec lesquels il est difficile de créer une plus-value immense en dehors d'événements spécifiques créant une forte volatilité. Ce point est également souligné par l'auteur : « These findings support that the U.S. stock market is indeed efficient and there is not a lot of potential to add value by actively investing over the long run ».

Pour être le plus précis possible dans son étude, Garret Bucheit a utilisé comme indice de référence pour sa comparaison avec les Mid-Cap, le S&P 400 qui était plus adapté, puisqu'il regroupait des entreprises avec une capitalisation relativement équivalente au Mid-Cap. De même, pour que les comparaisons soient les plus pertinentes possible, l'indice de référence qu'il a choisi pour les Small-Cap est le S&P 600. En effet, le S&P 500 est plus adapté au Large Cap, car regroupe les plus grandes capitalisations boursières américaines, donc est moins adapté pour une comparaison avec Mid et Small Cap.

Tableau 8-9 : Pourcentage de fonds surperformant leur indice de référence sur 3, 5 et 10 ans.

Percentage of Mid-Cap Funds that Outperformed S&P 400 Over Different Periods by Category

Time Periods	10 Year	5 Year	3 Year
Growth	40.34%	59.08%	40.92%
Value	1.08%	0.86%	0.04%
Blend	2.57%	2.73%	0.96%

Percentage of Small-Cap Funds that Outperformed S&P 600 Over Different Periods by Category

Time Periods	10 Year	5 Year	3 Year
Growth	22.57%	53.70%	34.63%
Value	0.00%	1.90%	0.86%
Blend	2.63%	8.65%	0.75%

On peut voir que les résultats sont différents mais la trame reste la même, que ce soit pour les Mid ou les Small Cap. En effet, la stratégie « value » ne permet pas de surperformer le marché, à quelques exceptions près. Viens ensuite la stratégie « blend », les fonds parviennent plus fréquemment à battre la marché mais ce taux reste très faible, 2.73% pour les Mid-Cap sur 5 ans et 8.65% pour les Small Cap sur 5 ans également, ce sont les taux les plus élevés pour cette stratégie. En revanche la stratégie « growth » permet toujours de maximiser ses chances de battre la marché. C'est le cas notamment pour les performances sur 10 ans et 3 ans, où moins de la moitié des fonds battent le marché. Mais pour la performance à 5 ans on peut voir que 59.08% des fonds Mid-Cap surpassent le S&P 400 et 53.70% des Small-Cap surpassent le S&P 600.

Les analyses seront donc fondamentalement les mêmes, la stratégie « growth » est celle qui permet le plus souvent de surperformer le marché, mais ce taux reste relativement faible. Dans le meilleur des cas, pour la performance sur 5 ans un peu plus d'un fonds sur deux dégage une meilleure rentabilité, soit quasiment 50% d'échec, ce qui reste énorme. Quant aux autres stratégies, celles-ci apportent un taux de réussite très faible, avec seulement quelques gestionnaires qui dégagent une rentabilité plus élevée que leur marché de comparaison.

Garret Bucheit a effectué une étude intéressante pour compléter sa comparaison des performances des deux types de gestion, qui est la performance dans le cas de « bear and bull market », c'est-à-dire la performance des deux types de gestion dans le cas d'un marché « bear », un marché orienté à la baisse pendant plusieurs mois (minimum 2 consécutifs), et un marché « bull »

orienté à la hausse sur plusieurs années consécutives en général. De nombreux bull and bear market sont apparus au fil du temps, notamment le plus grand bull market s'est déroulé récemment de 2009 à 2019, où les prix n'ont cessé d'augmenter pendant toutes ces années après la grosse crise des subprime de 2007-2008. Cette comparaison est intéressante car elle montre également la performance des deux types de gestion dans le cas d'un marché défavorable. Cette étude en profondeur sera présente en annexe afin de voir plus en détail les pourcentages de fonds surpassant le marché en fonction de leur type de gestion et de leur taille. Mais la conclusion est la suivante : « The findings above indicate that in bear market conditions, there is a lot of potential value in all types of active mutual funds. In every possible type, funds overwhelming outperformed the S&P 500 in bear market conditions ». On retrouve des fonds qui ont une performance supérieure au marché dans le cas d'un « bear market », c'est-à-dire un marché à la baisse. Ceci s'explique par toutes les opportunités d'investissement et par la réactivité des gestionnaires actifs qui auront le réflexe de vendre avant d'atteindre une baisse trop significative.

Que ce soient des fonds Small, Mid ou Large Cap, la grande majorité surperforment en cas de marché baissier, mais en cas de marché haussier, les fonds ont toujours du mal à surperformer, et seule une minorité et une très faible proportion de fonds parviennent à battre le marché. À la différence des « Bull market », où la proportion de fonds actifs battant le marché est principalement composée de fonds investissant avec une stratégie « growth », dans les « bear market », les stratégies de « value » et de « blend » apportent des gains et une rentabilité approximativement similaire à celle du « growth ».

Il était intéressant également d'étudier vaguement la rentabilité dans le cas de variation de marché. En effet, ces rentabilités sont peu étudiées, ce qui permet d'adopter une approche plus complète. On peut donc conclure de cette étude que la majorité des fonds ne parviennent pas à dégager une rentabilité supérieure au marché, là où les fonds passifs auront une performance similaire au marché et donc supérieure à la gestion active. Rares sont les fonds qui parviennent à battre le marché, et ces fonds adoptent généralement une stratégie d'investissement risquée pour réussir, bien que plus de la moitié échoue malgré le fort taux de risque pris. « Throughout my analysis, passive investing proved to be far superior to active investing approaches. The one advantage found for active investing was in bear market conditions. » Le véritable avantage que l'on trouve à la gestion active d'après cette étude réside dans la présence d'un marché baissier, qui permet à la gestion active de surperformer le marché avec une très forte probabilité et un fort taux de réussite.

3.3 COMPARAISON ACTIVE, PASSIVE DE FONDS PROVENANTS DU MEME EMETTEUR.

Pour finir il peut être intéressant de comparer les performances de deux fonds : l'un géré activement et l'autre passivement, par le même émetteur. C'est ce que nous allons voir.

Pour ce faire nous avons choisi deux fonds de la société BlackRock², a-t-on encore besoin de présenter cette société de gestion d'actifs ? En effet, c'est la plus grande société de gestion du monde. C'est pourquoi utiliser des fonds provenant de cet émetteur serait très représentatif, compte tenu de l'expérience que la société a acquise. Nous avons choisi un fonds de type actif : « BGF European Equity Income Fund » et un fonds de type indiciel : « IShares Core MSCI Europe UCITS ETF ». Ces deux fonds ont l'indice de référence suivant : « MSCI Europe Index », il était important de sélectionner des fonds ayant le même indice de référence afin que la performance des deux fonds soit la plus représentative possible lors de la comparaison. La première idée était de sélectionner deux fonds ayant pour indice de référence un indice mondial, mais le problème des devises aurait compliqué la comparaison de la performance. En effet, la variation des devises peut influencer la performance du fonds que ce soit négativement ou positivement. Il fallait donc prendre en compte une variable difficilement mesurable. Nous avons donc choisi deux fonds investissant en Europe, étant donné que nous sommes dans un pays ressortissant de l'Union Européenne et que la performance est affichée en EUR, il n'y a pas de problème de devises pour cet échantillon. De plus l'étude menée par Garret Baccheit était réalisée aux Etats-Unis, il est donc intéressant de changer de continent.

Le premier fonds : « BGF European Equity Income Fund » est un UCITS donc assez régulé en termes de gestion. Il a pour objectif de générer un niveau de revenu supérieur à la moyenne et vise à maintenir une croissance à long terme en prenant en compte les critères d'investissement ESG. « Le Fonds investit au moins 70 % du total de son actif en titres de participation (par ex. des actions) de sociétés domiciliées, ou exerçant la majeure partie de leurs activités, en Europe ». Il a été lancé depuis le 03 décembre 2010 avec une devise de base en EUR et est domicilié au Luxembourg.

Le deuxième fonds : « IShares Core MSCI Europe UCITS ETF » est un ETF permettant d'avoir un titre en portefeuille qui a « une exposition diversifiée à des sociétés européennes, un investissement direct dans un large éventail de sociétés européennes et une exposition régionale ». Cet ETF a pour objectif de répliquer la performance de l'indice de référence MSCI Europe, composé de sociétés des pays développés d'Europe. Il a été lancé depuis le 06 juillet 2007 et est domicilié en Irlande.

² Toutes les données sont tirées des communiqués de BlackRock sur la présentation et performance de ses fonds.

La domiciliation du fonds n'importe peu quant à la gestion de ce fonds, la seule grosse différence résidera dans la juridiction compétente pour superviser le fonds. Mais celle-ci n'aura pas d'impact sur la performance, c'est pourquoi il n'était pas essentiel de prendre deux fonds ayant le même domicile.

Les indicateurs de performance des fonds³ de BlackRock sont calculés à partir de la NAV des fonds c'est-à-dire à partir de la valeur totale de leurs actifs. Cela est parfaitement cohérent pour déterminer la performance du fonds, on calcul cette performance en fonction de la valeur totale des actifs du fonds et non en fonction de la performance de nos positions. Sans surprise, le fonds indiciel présente une NAV totale de : EUR 7 040 458 575 contre un NAV totale de EUR 1 636 343 647 pour le fonds actif. Ceci démontre bien la nécessité d'investissement colossal pour reproduire à la perfection, ou presque, un indice de référence, comme nous l'avons évoqué.

Deuxième point extrêmement important : les frais de gestion, les frais de gestion totaux « TER » dans le fonds à gestion indicielle s'élève seulement à 0.12% contre des frais totaux composés des frais sur encours (« MER includes all management fees and GST/HST paid by the fund for the period, including fees paid indirectly as a result of holdings of other ETFs ») à hauteur de 1.50%, de droits d'entrée à 5.00% (avec un investissement minimum de EUR 1 000.00) et enfin des frais courants à hauteur de 1.83% (qui sont « Chiffre des frais courants (CFC) - il s'agit d'une mesure des coûts totaux associés à la gestion et à l'exploitation d'un fonds d'investissement »). On a donc un montant total de frais plutôt élevé dans le cadre de la gestion active, avec trois types de frais applicables, à savoir les frais d'entrée, les frais sur encours et les frais courants, contre un montant de frais très faible du côté de la gestion indicielle. Ceci reflète encore une fois ce que nous avons évoqué de façon théorique, mais cet exemple démontre bien les propos tenus dans ce mémoire.

Troisièmement, le bêta à 3 ans du portefeuille du fonds à gestion indicielle est de 1, ce qui démontre que le gestionnaire de ce fonds a réussi à reproduire un portefeuille qui évoluera exactement de la même façon que le marché. Il a donc créé un portefeuille qui suivra l'évolution du marché, ceci est sensé puisque le but du fonds est de reproduire à l'identique la performance de l'indice. Le bêta à 3 ans du fonds actif est de 0.924. Le gestionnaire veut donc produire un portefeuille qui soit moins volatil que le marché et il sera par conséquent moins risqué, d'où la présence d'un écart-type sur 3 ans de 14.98% contre un écart-type de 15.47% pour l'indiciel. Dans ce cas précis nous avons une gestion indicielle légèrement plus risquée que la gestion active, le bêta étant supérieur, l'écart-type le sera aussi et par conséquent le portefeuille sera plus volatil et sensible aux évolutions de marché, il sera cependant potentiellement plus rentable. Le fonds présente un indicateur de risque de

³ Les principaux points clés, indicateurs de performance et pondération des principales positions seront présents en Annexe.

4 sur 7 soit un risque modéré pour un rendement modéré, plus cet indicateur se rapproche de 7, plus le fonds comportera des positions risquées. Nous verrons cependant que la performance du fonds géré activement sera moins régulière, même avec moins de risque. Il est également intéressant de comparer les principales positions des deux fonds au 28/04/23 puisqu'ils ont le même indice de référence. On retrouve des similitudes dans les positions mais les pondérations sont totalement différentes. Pour les positions communes, on retrouve Nestlé SA avec une pondération de 3.35% pour la gestion indicielle et une pondération de 3.92% pour la gestion active, Roche holding AG avec une pondération presque doublée en gestion active par rapport à l'indicielle : 3.97% contre 2.10%, novo nordisk A/S et Astrazeneca PLC, soit 4 titres sur 10 en commun sur un même indice de référence avec une pondération toujours largement supérieure dans la gestion active par rapport à la gestion indicielle. Le gestionnaire, cherchant à surperformer son indice de référence, réalise un portefeuille avec une pondération supérieure au marché pour créer une meilleure rentabilité.

Enfin la performance : le fonds : « BGF European Equity Income Fund », le graphique associé sera présent en Annexe 4. Le tableau est la performance du fonds par année.

Tableau 10 : Rendement total du fonds « BGF European Equity Income Fund » comparé à son indice de référence sur 10 ans.

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Rendement total (%) ⓘ	26,0	12,1	15,5	-6,9	10,4	-12,9	26,5	0,1	20,0	-11,9
Indice de référence contrainte 1 (%) ⓘ	19,8	6,8	8,2	2,6	10,2	-10,6	26,0	-3,3	25,1	-9,5

La performance du fonds géré activement est amplement supérieure au marché dans la cadre des 3 premières années. Le rendement total (« Le rendement total correspond à l'évolution de la VL et représente les distributions du fonds ») du fonds sur la 3^{ème} année s'élève à 15.5% contre une performance de 8.2% pour l'indice. En revanche, la 4^{ème} année la performance a chuté pour sous-performer l'indice, contre une performance certes très faible pour le marché mais toujours positive. Les années 2017-2019-2020, le rendement du fonds s'est établi légèrement au-dessus du marché. En revanche, pour les années 2018-2021-2022, le rendement du fonds est inférieur à celui du marché, et ce même dans le cadre d'une performance négative de la part du marché. L'année 2018 ainsi que l'année 2022 ont été marquées par des évènements et crises particulières, qui ont entraîné un environnement peu propice et très volatil sur les marchés, ce qui explique la difficulté du gestionnaire à gérer activement son portefeuille et générer une performance supérieure au marché.

Pour le fonds : « iShares Core MSCI Europe UCITS », graphique associé également présent en annexe, tableau reflétant la performance du fonds chaque année.

Tableau 11 : Rendement total du fonds « iShares Core MSCI Europe UCITS » comparé à son indice de référence sur 10 ans.

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Rendement total (%) 	19,7	6,9	8,2	2,7	10,3	-10,4	26,4	-3,1	25,4	-9,2
Indice de référence (%) 	19,8	6,8	8,2	2,6	10,2	-10,6	26,0	-3,3	25,1	-9,5

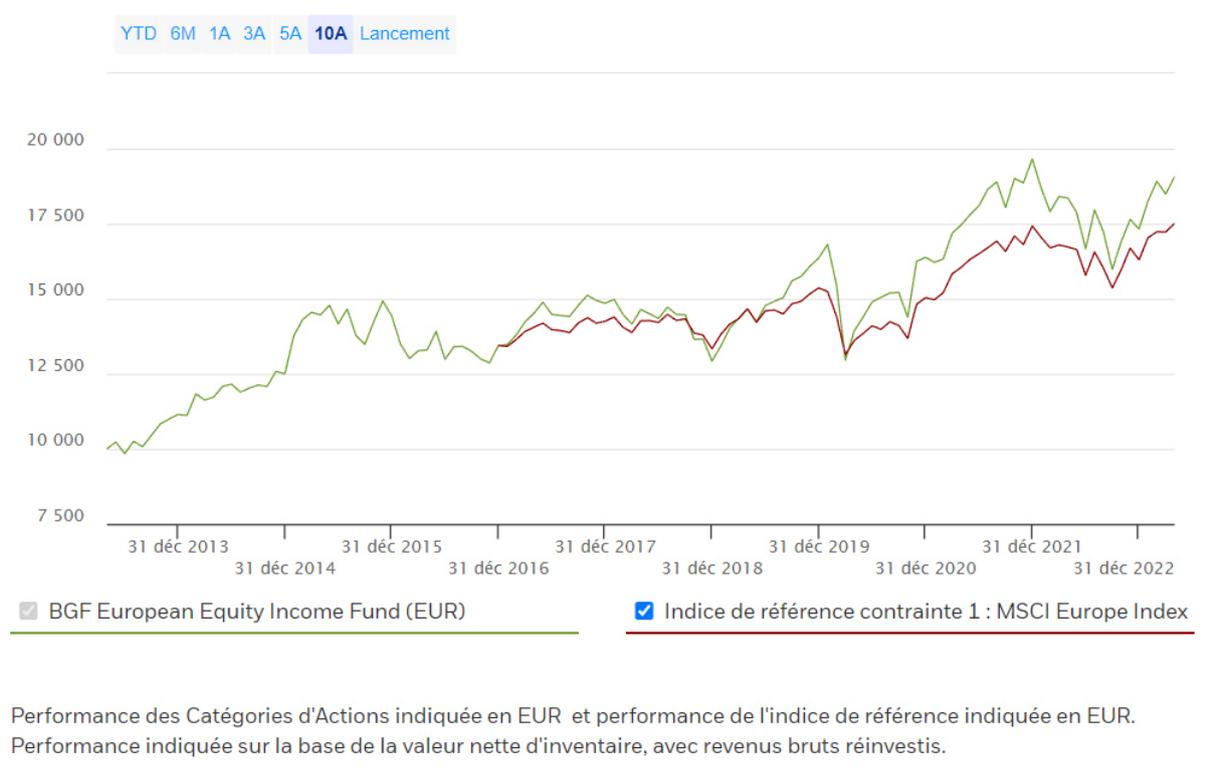
Le portefeuille créé par le gestionnaire permet de répliquer l'indice presque à la perfection. Le rendement total (« Le rendement total correspond à l'évolution de la VL et représente les distributions du fonds ») est similaire à son indice de référence. Quelques années, comme 2019-2021 le fonds a réussi à surperformer son indice de référence, bien que cette surperformance soit limitée, ce n'est pas l'objectif principal du fonds. De même, les années en bourse négatives : 2018 et 2022, le rendement total représente une perte moins élevée que pour le marché, là encore une fois c'est un décrochage entre le fonds et le marché peu significatif mais qui crée tout de même une plus faible perte pour le gestionnaire. Nous observons un rendement très conforme à l'indice de référence.

À partir de ces deux tableaux, on peut conclure que malgré un bêta et un écart-type plus faibles, la gestion active est beaucoup moins stable et régulière que la gestion indicielle. En effet, d'une année sur l'autre le gestionnaire peut réaliser une surperformance bien plus élevée que l'indice de référence, mais l'année suivante, peut sous-performer de manière conséquente. La régularité est moins présente du côté de la gestion active. Il convient de noter que le calcul du rendement ne prend en compte que la plus-value de la NAV et la distribution du fonds. Or, nous ne savons pas si les frais de gestion sont intégrés dans ce calcul, nous pouvons supposer que non. Dans ce cas, le rendement total du fonds actif sera diminué à hauteur de la proportion de ces frais de gestion dans le portefeuille de l'investisseur.

Pour finir cette comparaison, nous allons regarder la performance des fonds depuis leur création : Étant donné que le fonds indiciel a été créé avant le fonds actif, nous avons pris la performance sur 10 ans, qui était un peu plus représentative au vu du niveau des marchés financiers assez élevé en 2007 qui fait baisser la performance du fonds indiciel depuis son lancement.

L'indice de référence est apparu au 31/12/2016 pour le fonds actif (probablement dû à un changement de stratégie de la part du fonds), c'est pourquoi nous n'avons pas la même performance de l'indice entre la gestion active et indicielle.

Figure 6 : Performance du fonds « BGF European Equity Income Fund » sur 10 ans comparée à son indice de référence.



La performance du fonds « BGF European Equity Income Fund » sur 10 ans s'élevé à +90.68% en date du 30/04/23, contre une performance de + 75.14% pour l'indice de référence.

Figure 7 : Performance du fonds « iShares Core MSCI Europe UCITS » sur 10 ans comparée à son indice de référence.



Sur 10 ans la performance du fonds s'élève à +100.43%, tandis que la performance du marché est de +97.78% au 28/04/23.

Nous constatons une fois de plus une performance assez similaire pour l'indice de référence et le fonds indiciel, qui génère malgré tout une performance légèrement supérieure à l'indice. En ce qui concerne la gestion active, le fonds utilise l'indice de référence seulement depuis le 31/12/2016, quoi qu'il en soit il génère une performance largement supérieure à l'indice de référence, contrairement à la gestion indicielle. Pour confirmer nos propos, la performance sur 5 ans et sur 3 ans démontre que la gestion active génère en moyenne une performance supérieure de 8% par rapport à l'indice de référence, soit une performance bien plus élevée que celle de la gestion passive.

Ces 3 exemples et études sur la gestion active contre passive démontrent chacun des résultats différents. La première bien qu'elle ne soit pas très récente, nous apporte une perspective plus lointaine, lorsque la gestion passive n'était pas à son plein apogée. La deuxième, beaucoup plus récente, portait sur le marché américain avec une conjoncture et des comportements différents de ceux des marchés européens, une grande volatilité sur de nombreux titres et des stratégies d'investissement différentes (beaucoup de spéculation et autres). Enfin, la comparaison des fonds BlackRock nous offre une vision sur les fonds et marchés européens. Ces 3 études et exemples sont en quelques sortes complémentaires et permettent de nous forger une opinion quant à la performance des différentes approches de gestion.

CONCLUSION

Pour conclure ce travail, on peut constater que la gestion d'actifs est une activité qui prend de plus en plus d'ampleur au fil du temps. Son évolution est flagrante et ne cesse de se développer. C'est pourquoi de nombreuses méthodes de gestion existent et d'autres voient le jour. C'est le cas notamment de la gestion passive qui a connu un essor considérable au cours des dernières années et ce depuis les années 1990. La gestion passive est apparue dans le cadre de l'efficience des marchés et est donc une méthode adaptée dans ce scénario. Par la suite est apparue la gestion indicielle qui elle aussi s'est développée à vitesse grand v.

En effet, de nombreux avantages peuvent être mis en avant dans le cadre de la gestion passive : les faibles coûts, les risques amoindries, une performance tout de même intéressante et une facilité d'accès et de gestion pour les investisseurs pas ou peu expérimentés. Cette gestion passive remet en cause la gestion active, qui présente pourtant elle aussi des avantages, tels que permettre la juste valeur des actifs ou encore l'ajustement du portefeuille en cas de « bear market » qui peut permettre de limiter les pertes. En revanche, nous l'avons également vu, les méthodes de gestion que ce soit à travers leurs différentes techniques et stratégies comportent toutes deux des désavantages et inconvénients que ce soit au niveau de la performance ou de l'éventail d'investissements... Un débat persiste quant aux types de gestion à adopter pour réaliser la meilleure performance, et de nombreux auteurs et professionnels se sont penchés sur ce sujet.

D'après ce que nous avons évoqué, nous pouvons conclure qu'il n'existe pas de méthode de gestion miracle pour réaliser des bénéfices et rendements sur les marchés financiers. C'est une activité qui est fortement développée de nos jours mais où la plupart des investisseurs particuliers perdent de l'argent en essayant de faire comme les professionnels ou en se laissant influencer par des promesses de « liberté financière » véhiculées par des « influenceurs ». La gestion de portefeuille est une activité et un métier à part entière, c'est pourquoi elle nécessite certaines connaissances pour ne pas perdre son capital investi. Il peut être tentant d'investir en bourse pour réaliser des gains « facilement », mais cette activité requiert soit de bonnes analyses sur les entreprises et les conjonctures économiques ou un investissement long terme dans des fonds tels que les ETF. Quoi qu'il en soit, il est difficile de réaliser des bénéfices par le biais des marchés financiers, chaque méthode dépend de l'investisseur que celui-ci soit particulier ou professionnel. Également, la capacité du gestionnaire du portefeuille à émettre des analyses fiables et à investir selon sa stratégie dans les entreprises les plus adaptées à son

portefeuille afin de réaliser ses bénéfices, ainsi que l'expérience du gestionnaire jouent un rôle considérable sur la performance du portefeuille. De nombreuses études indiquent que la gestion passive est plus performante que la gestion active avec un risque moindre et grâce à des frais plus bas. Cependant, comme nous l'avons vu elle peut être moins adaptée en situation de marché baissier ou si le gestionnaire a une très bonne gestion de son portefeuille et arrive à surperformer le marché. Il est donc difficile de définir une méthode de gestion préférable à l'autre. Nous pouvons conclure que cela dépend des objectifs d'investissement, de la stratégie adoptée, de l'échéance d'investissement (court terme, long terme) et de nombreuses autres variables. C'est pourquoi les études que nous pouvons observer comportent nécessairement des différences.

La gestion active versus passive continuera de persister, le combat de la performance sera toujours un sujet sur la table. Mais une autre controverse va également faire son ascension, avec l'apparition des intelligences artificielles (IA) toujours plus avancées, telle que ChatGpt, qui a récemment suscité de vifs débats, et l'utilisation croissante de l'intelligence artificielle par les sociétés de gestion. Il est légitime de se demander si l'activité de gestion d'actifs sera bientôt automatisée et le métier de gestionnaire de portefeuille disparu et remplacé par les IA.

BIBLIOGRAPHIE

Alistair Jones, pour Schroders, « Les risques cachés de la gestion passive », juillet 2014, disponible sur :

<https://prod.schroders.com/globalassets/schroders/sites/france/efficient/news-items1/hidden-risk-of-going-passive-july2014.pdf>

Autorité des marchés financiers. « Etudes des résultats des investisseurs particuliers sur le trading de CFD et de Forex en France », le 13 octobre 2014. Disponible sur :

https://www.amf-france.org/sites/institutionnel/files/contenu_simple/rapport_etude_analyse/epargne_prestataire/Etude%20des%20resultats%20des%20investisseurs%20particuliers%20sur%20le%20trading%20de%20CFD%20et%20de%20Forex%20en%20France.pdf

Autorité des marchés financiers. « Pourquoi le prix des obligations baisse lorsque les taux montent ? », le 16 octobre 2017. Disponible sur :

<https://www.amf-france.org/fr/espace-epargnants/comprendre-les-produits-financiers/actions-obligations/obligations/pourquoi-le-prix-des-obligations-baisse-lorsque-les-taux-montent#:~:text=En%20effet%2C%20quand%20les%20taux,acheter%20celles%20qui%20rapportent%20plus.>

Autorité des marchés financiers. « Comprendre les principaux risques des fonds », le 10 mai 2022. Disponible sur :

<https://www.amf-france.org/fr/espace-epargnants/comprendre-les-produits-financiers/placements-collectifs/comprendre-les-principaux-risques-des-fonds-0>

Autorité des marchés financiers. « Placements : que savoir sur la liquidité », le 12 août 2016.

Disponible sur :

<https://www.amf-france.org/fr/espace-epargnants/savoir-bien-investir/cadrer-son-projet/placements-que-savoir-sur-la-liquidite-0#:~:text=La%20liquidit%C3%A9%203A%20qu'est%2D,cet%20actif%20peut%20%C3%AAtre%20C3%A9chang%C3%A9.>

Autorité des marchés financiers. « Ce qu'il faut savoir sur les ETF (trackers) avant d'investir », le 20 février 2023. Disponible sur :

[https://www.amf-france.org/fr/espace-epargnants/comprendre-les-produits-financiers/placements-collectifs/trackers-etf#:~:text=Un%20ETF%20\(Exchange%20Traded%20Fund,soci%C3%A9t%C3%A9s%20de%20gestion%20et%20agr%C3%A9%C3%A9s.](https://www.amf-france.org/fr/espace-epargnants/comprendre-les-produits-financiers/placements-collectifs/trackers-etf#:~:text=Un%20ETF%20(Exchange%20Traded%20Fund,soci%C3%A9t%C3%A9s%20de%20gestion%20et%20agr%C3%A9%C3%A9s.)

Banque Européenne d'investissement, « Risque de crédit ». Disponible sur :

https://www.eib.org/fr/about/governance-and-structure/control-evaluation/control_credit-risk.htm

Bertrand Jacquillat, Bruno Solnik, Christophe Pérignon, 2014, « Marchés Financiers : Gestion de portefeuille et des risques », 6^{ème} édition, Paris : Dunod. ISBN : 9782100710645. Disponible à l'adresse :

https://books.google.fr/books?hl=fr&lr=&id=jEsjAwAAQBAJ&oi=fnd&pg=PP3&dq=apparition+gestion+active+de+portefeuille&ots=ztgmf7jqEi&sig=JMUUjPzXwINOI7OhtAfQlaRe5j8&redir_esc=y#v=onepage&q&f=false

Bertrand Jacquillat, 2018/2, « Styles de gestion de portefeuille et gouvernance des entreprises », dans revue d'économie financière, n°130, pages 145 à 160 :

<https://www.cairn.info/revue-d-economie-financiere-2018-2-page-145.htm>

BFM Bourse, lexique boursier, « stock-picking ». Disponible sur :

<https://www.tradingsat.com/lexique-boursier/definition-stock-picking-212.html>

BlackRock, « iShares Core MSCI Europe UCITS ETF ». Disponible sur :

<https://www.blackrock.com/fr/intermediaries/products/251860/ishares-msci-europe-ucits-etf-inc-fund>

BlackRock, « BGF European Equity Income Fund ». Disponible sur :

<https://www.blackrock.com/fr/intermediaries/products/229636/blackrock-european-equity-income-a4g-eur-fund>

BNP Paribas Real Estate, « Définition de Fonds d'investissement ». Disponible sur :

<https://www.bnppre.fr/glossaire/fonds-d-investissement.html>

Caceis, « qui sommes-nous ». Disponible sur : <https://www.caceis.com/fr/qui-sommes-nous/>

Catherine Aaron, Isabelle Bilon, Sébastien Galanti, Yamina Tadjeddine, 2005, « Les styles de gestion de portefeuille existent-ils », revue d'Economie Financière, n°81 :

https://d1wqtxts1xzle7.cloudfront.net/39857736/Les_places_financieres_dsintegration_subu20151110-24391-in8is7-libre.pdf?1447147092=&response-content-disposition=inline%3B+filename%3

Danny Nicholas, Client Portfolio Manager, Harris Associates L.P, 4 septembre 2015, « La gestion active en équation », l'édition de janvier 2016 d'IPE sous le titre de « Patient Capital » :

<https://www.im.natixis.com/fr-institutional/resources/la-gestion-active-en-equation>

Dominique Poincelot, Maître de conférences en Sciences de gestion, « Gestion de portefeuille », Cours et Applications, IAE Dijon, Université de Bourgogne :

<http://b.deplanques.free.fr/B903.pdf>

Emma Ann Hughes, 4 décembre 2013, « Pros and cons of active management », guide to Active versus Passive :

<https://www.ftadviser.com/2013/12/04/investments/equities/pros-and-cons-of-active-management-sANgao5pDBdoOkNYpVgdfi/article.html?page=1>

Frantz Maurer, 2005/4, « L'impact du risque de marché sur le résultat de l'entreprise » dans revue Française de gestion, n°157, pages 59 à 78 :

<https://www.cairn.info/revue-francaise-de-gestion-2005-4-page-59.htm>

Garret Buccheit, 12 septembre 2022, « Active vs Passive Investing », Thèse, ScholarWorks at WMU, Western Michigan University :

https://scholarworks.wmich.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=4632&context=honors_theses

ING Luxembourg, novembre 2021, « Qu'est-ce qu'un fond d'investissement alternatif ». Disponible sur :

<https://www.ing.lu/content/siteing/fr/Individuals/my-money/categories/invest/understanding-investments/what-is-an-alternative-investment-fund.html>

Insee, 14 novembre 2019, « Organisme de placement collectif en valeurs mobilières/OPCVM ». Disponible sur : <https://www.insee.fr/fr/metadonnees/definition/c1589>

Jocelyn Jovène, Morningstar, « Comprendre le ratio d'information », 29 avril 2019. Disponible sur : <https://www.morningstar.fr/fr/news/188687/comprendre-le-ratio-dinformation.aspx>

Légifrance, code monétaire et financier, « Section 1 : Atteintes à la transparence des marchés (Articles L465-1 à L465-3-6 », depuis 03 juillet 2016, Disponible sur : https://www.legifrance.gouv.fr/codes/article_lc/LEGIARTI000032751633

Mazars, définition risque spécifique : « Risque spécifique », Disponible sur : <https://www.mazars.fr/Accueil/Services/Financial-Advisory/Glossaire-Definition/Q-R/Risque-specifique>

Mihaela Costisor, 2 avril 2010, « Le risque de liquidité dans le système bancaire », Thèse, Sciences Economiques, Paris : Université Paris-Est : <https://theses.hal.science/tel-00841680/>

Nicolas Cheron, « Le Market Timing fonctionne-t-il ? », 12 janvier 2023. Disponible sur : <https://www.nicolascheron.fr/articles/le-market-timing-fonctionne-t-il/>

Pierre Chollet, 2021, « Chapitre 18. Gestion d'un portefeuille titres », dans gestion de patrimoine, pages 366 à 390 : <https://www-cairn-info.sidnomade-1.grenet.fr/gestion-de-patrimoine--9782100823628-page-366.htm>

Rémy Estran, Etienne Harb, Iryna Veryzhenko, 2017, « Chapitre 7. Market timing et Stock picking », dans Gestion de portefeuille, page 169 à 194 : <https://www-cairn.info/gestion-de-portefeuille--9782100759460-page-169.htm7>

Sébastien Galanti, Françoise le Quéré, 2020/1, « Industrie de la gestion d'actifs : de l'émergence à l'apparition de nouveaux risques », revue d'économie financière, n°137, pages 109 à 128 : <https://www-cairn-info.sidnomade-1.grenet.fr/revue-d-economie-financiere-2020-1-page-109.htm>

Thibaut Kleiner, 2003/1-2, « La consécration des gestionnaires d'actifs sur la place de Paris », dans Actes de la recherche en sciences sociales, n°146-147, pages 42 à 50 : <https://www-cairn.info/revue-actes-de-la-recherche-en-sciences-sociales-2003-1-page-42.htm>

Vernimmen, FinanceClub, définition « risque de crédit ». Disponible sur : <https://www.finance-club.eu/definitions/risque-de-credit>

Vernimmen, FinanceClub, définition « gestion passive ». Disponible sur : <https://www.finance-club.eu/definitions/gestion-passive>

TABLES DES FIGURES

<i>Figure 1 : Evolution des actifs bruts gérés par les sociétés de gestion de portefeuille françaises (en milliards d'euros) entre 2012 et 2022.</i>	11
<i>Figure 2 : Evolution des encours en milliards de dollars et du nombre de trackers dans le monde.</i>	19
<i>Figure 3 : Diversification du risque : Risque spécifique et Risque systématique</i>	21
<i>Figure 4 : Performance du S&P 500 en cas de manquement des meilleurs jours en bourse.</i>	25
<i>Figure 5 : Réduction du risque en fonction de la durée de placement sur différents actifs.</i>	37
<i>Figure 6 : Performance du fonds « BGF European Equity Income Fund » sur 10 ans comparée à son indice de référence.</i>	59
<i>Figure 7 : Performance du fonds « iShares Core MSCI Europe UCITS » sur 10 ans comparée à son indice de référence.</i>	59
.....	
<i>Tableau 1 : Evolution des produits français gérés par les sociétés de gestion françaises et de l'Union européenne selon la typologie de fonds de 2016 à 2021.</i>	14
<i>Tableau 2 : Pourcentage de clients perdants, par année et sur l'ensemble de la période de l'étude.</i>	15
<i>Tableau 3 : Variables prises en compte par les gestionnaires de portefeuille dans la sélection d'actifs en fonction des différents styles de gestion.</i>	47
<i>Tableau 4 : Rentabilité et Ecart-type en fonction du style de gestion.</i>	48
<i>Tableau 5-6-7 : Pourcentage de fonds surperformant le S&P 500 sur 3, 5 et 10 ans.</i>	51
<i>Tableau 8-9 : Pourcentage de fonds surperformant leur indice de référence sur 3, 5 et 10 ans.</i>	53
<i>Tableau 10 : Rendement total du fonds « BGF European Equity Income Fund » comparé à son indice de référence sur 10 ans.</i>	57
<i>Tableau 11 : Rendement total du fonds « iShares Core MSCI Europe UCITS » comparé à son indice de référence sur 10 ans.</i>	58

SIGLES ET ABREVIATIONS UTILISES

PME : Petites et moyennes entreprises.

FIA : Fonds d'investissement alternatif.

OPCVM : Organismes de placement collectif à capital variable.

FCP : Fonds commun de placement.

SICAV : Société d'investissement à capital variable.

NAV : Net Value Asset (valeur liquidative).

UCITS : Units of undertakings for collective investment in transferable securities

AIFMD : Alternative Investment Funds Manager Directives.

ETF : Exchange Traded Funds.

AMF : Autorité des marchés financiers.

CMPC : Coût moyen pondéré du capital.

GLOSSAIRE

Actionnaires : Personnes physiques ou morales détenant des parts sociales (actions) d'une entreprise.

Dividendes : Part du bénéfice net de l'entreprise versée aux actionnaires chaque année variable en fonction du résultat de l'entreprise.

Plus-value : Différence entre le prix de vente et le prix d'acquisition d'un bien, soumise à imposition dans les cas prévus par la loi. (Larousse)

Indice Boursier : Outil utilisé pour évaluer la tendance générale des marchés. Il mesure la performance globale d'un marché financier ou d'un secteur.

Rendement : En termes de gestion de portefeuille : le rendement correspond au revenu des capitaux investis. Rendement d'une action : dividende/cours de l'action, d'une obligation : coupon/valeur de l'obligation

Rentabilité : Faculté d'un capital placé ou investi de dégager un résultat ou un gain exprimé en monnaie. (Larousse). Il correspond donc aux revenus générés des capitaux investis ainsi qu'à la variation de ce capital.

TABLES DES ANNEXES

<i>Annexe 1 : graphique analyse technique.</i>	70
<i>Annexe 2 : Structure du Questionnaire et Echantillon Etude Active vs Passive.</i>	71
<i>Annexe 3 : Etude comparative performance active, passive en « bear and bull markets » Garret Buccheit.</i>	72
<i>Annexe 4 : Caractéristiques et Points Clés “BGF European Equity Income Fund”</i>	74
<i>Annexe 5 : Caractéristiques et Points Clés “iShares Core MSCI Europe UCITS ETF”</i>	76

ANNEXE 1 : GRAPHIQUE ANALYSE TECHNIQUE.

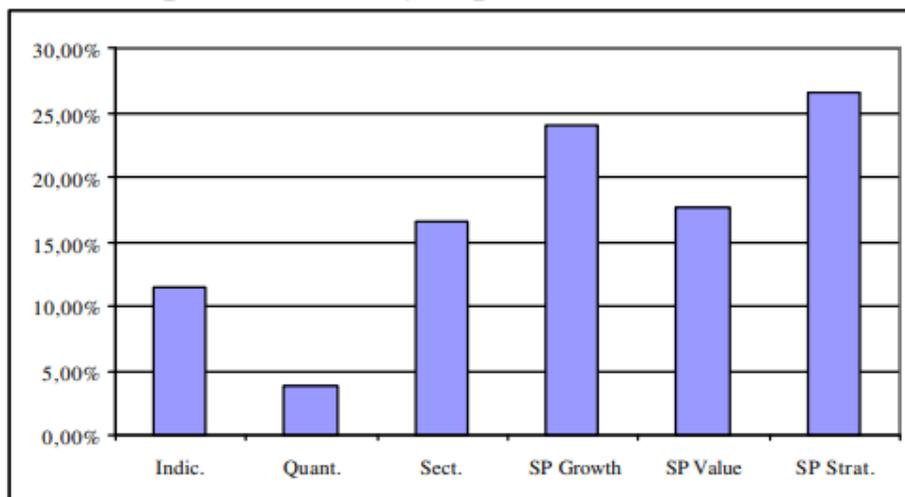


ANNEXE 2 : STRUCTURE DU QUESTIONNAIRE ET ECHANTILLON ETUDE ACTIVE VS PASSIVE.

Encadré 1 **Structure du questionnaire**

- la *première partie* (14 questions) cherche à faire décrire au gérant son activités : en termes de marché(s) d'intervention, de fréquences, de contraintes...,
- la *deuxième partie* (6 questions) concerne les étapes de la constitution de portefeuille : la sélection des valeurs et les objectifs de performance,
- la *troisième partie* (6 questions) est entièrement consacrée aux styles de gestion. Nous invitons dans cette partie le gérant à caractériser son style de gestion et les éventuelles raisons qui ont pu l'amener à en changer,
- la *quatrième partie* (5 questions) doit nous permettre de mettre en évidence les facteurs qui influencent le plus la décision du gérant,
- enfin, la *dernière partie* (3 questions) s'intéresse aux relations que le gérant entretient avec les analystes financiers.

Figure 1
Répartition des styles par nombre de fonds



Source : les auteurs.

ANNEXE 3 : ETUDE COMPARATIVE PERFORMANCE ACTIVE, PASSIVE EN « BEAR AND BULL MARKETS » GARRET BUCHEIT.

Large Growth Mutual Fund Performance in Different Market Conditions

	Outperformed Bull	Failed to Outperform Bull
Outperformed Bear	16.35%	81.31%
Failed to Outperform Bear	0.28%	2.06%

Median Large Growth Fund Gain (Loss) Compared to S&P 500 in Different Market Conditions

Bull	Bear
-5.31%	9.44%

Mid Growth Mutual Fund Performance in Different Market Conditions

	Outperformed Bull	Failed to Outperform Bull
Outperformed Bear	10.37%	88.47%
Failed to Outperform Bear	0.00%	1.16%

Median Mid Growth Fund Gain (Loss) Compared to S&P 500 in Different Market Conditions

Bull	Bear
-6.61%	10.82%

Small Growth Mutual Fund Performance in Different Market Conditions

	Outperformed Bull	Failed to Outperform Bull
Outperformed Bear	7.78%	89.88%
Failed to Outperform Bear	0.00%	2.34%

Median Small Growth Fund Gain (Loss) Compared to S&P 500 in Different Market Conditions

Bull	Bear
-9.46%	8.31%

Large Value Mutual Fund Performance in Different Market Conditions

	Outperformed Bull	Failed to Outperform Bull
Outperformed Bear	0.00%	87.46%
Failed to Outperform Bear	0.00%	12.54%

Median Large Value Fund Gain (Loss) Compared to S&P 500 in Different Market Conditions

Bull	Bear
-17.77%	5.33%

Mid Value Mutual Fund Performance in Different Market Conditions

	Outperformed Bull	Failed to Outperform Bull
Outperformed Bear	0.00%	92.04%
Failed to Outperform Bear	0.00%	7.96%

Median Mid Value Fund Gain (Loss) Compared to S&P 500 in Different Market Conditions

Bull	Bear
-21.20%	8.65%

Small Value Mutual Fund Performance in Different Market Conditions

	Outperformed Bull	Failed to Outperform Bull
Outperformed Bear	0.00%	94.48%
Failed to Outperform Bear	0.00%	5.52%

Median Small Value Fund Gain (Loss) Compared to S&P 500 in Different Market Conditions

Bull	Bear
-19.74%	9.82%

Large Blend Mutual Fund Performance in Different Market Conditions

	Outperformed Bull	Failed to Outperform Bull
Outperformed Bear	0.15%	95.22%
Failed to Outperform Bear	0.36%	4.26%

Median Large Blend Fund Gain (Loss) Compared to S&P 500 in Different Market Conditions

Bull	Bear
-15.29%	6.46%

Mid Blend Mutual Fund Performance in Different Market Conditions

	Outperformed Bull	Failed to Outperform Bull
Outperformed Bear	0.16%	83.46%
Failed to Outperform Bear	0.16%	16.21%

Median Mid Blend Fund Gain (Loss) Compared to S&P 500 in Different Market Conditions

Bull	Bear
-19.33%	8.69%

Small Blend Mutual Fund Performance in Different Market Conditions

	Outperformed Bull	Failed to Outperform Bull
Outperformed Bear	0.38%	89.10%
Failed to Outperform Bear	0.00%	10.52%

Median Small Blend Fund Gain (Loss) Compared to S&P 500 in Different Market Conditions

Bull	Bear
-16.79%	6.38%

ANNEXE 4 : CARACTERISTIQUES ET POINTS CLES “BGF EUROPEAN EQUITY INCOME FUND”

Points clés

Net Assets of Fund au 05/mai/2023	EUR 1 636 343 647	Date de lancement de la Classe d'Actions	21/avr./2011
Date de lancement du Fonds	03/déc./2010	Devise de la gamme	EUR
Devise de base	EUR	Classe d'actif	Actions
Indice de référence contrainte 1 ⁱ	MSCI Europe Index	Classification SFDR ⁱ	Article 8
Droits d'entrée	5,00%	Frais courants ⁱ	1,83%
Frais sur encours ⁱ	1,50%	Commission de performance de l'indice de référence	0,00%
Investissement initial minimum	EUR 5 000,00	Investissement ultérieur minimum	EUR 1 000,00
Fréquence de versement des dividendes ⁱ	Annuelle	Utilisation des revenus	Distribution
Domicile	Luxembourg	Structure juridique	UCITS
Société de gestion	BlackRock (Luxembourg) S.A.	Catégorie Morningstar	Europe Equity Income
Règlement livraison	Date de transaction + 3 jours	Liquidité du fonds	Quotidienne, sur la base d'un prix à terme
Symbole Bloomberg	XMHL GR	ISIN	LU0619515397
SEDOL	B527382	Régime fiscal PEA	-

Caractéristiques du portefeuille

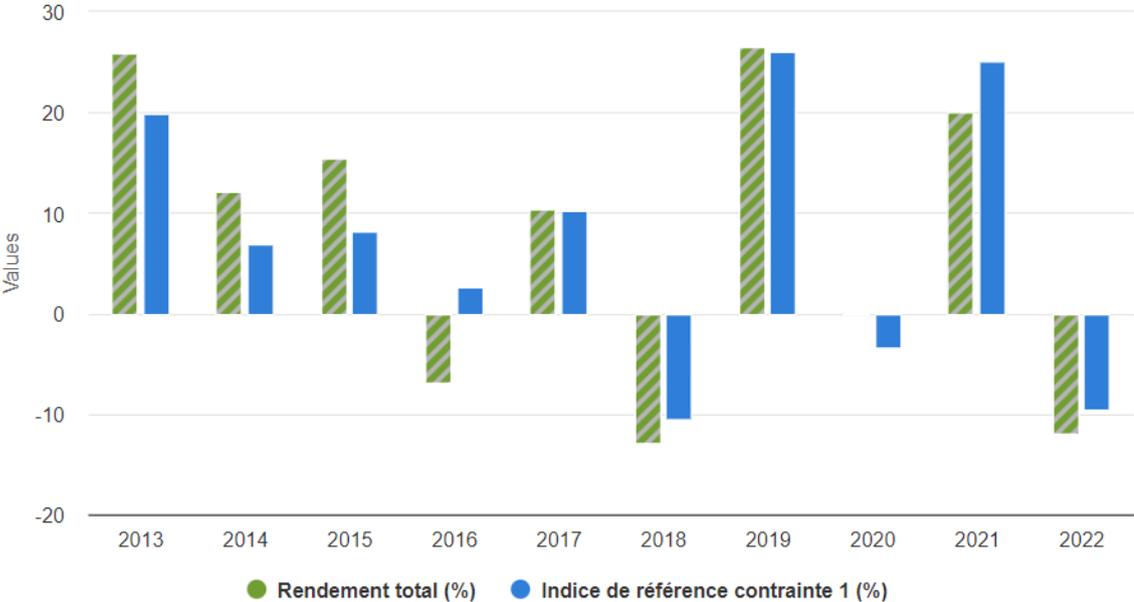
Nombre de positions ⁱ au 28/avr./2023	41	Rendement sur une période mobile de 12 mois ⁱ au 30/avr./2023	3,85
Écart-type (3ans) ⁱ au 30/avr./2023	14,98%	Bêta à 3 ans ⁱ au 30/avr./2023	0,924
PER ⁱ au 28/avr./2023	18,19	Ratio cours/valeur comptable ⁱ au 28/avr./2023	2,32

Principales positions

Principales positions			
au 28/avr./2023			
Nom	Pondération (%)	Nom	Pondération (%)
SANOFI SA	4,39	ENGIE SA	3,92
TELE2 AB	4,36	SAMPO PLC	3,77
VINCI SA	4,09	NOVO NORDISK A/S	3,43
ROCHE HOLDING AG	3,97	ASTRAZENECA PLC	3,37
NESTLE SA	3,92	TRYG A/S	3,19

Positions susceptibles de modification.

Ce graphique illustre la performance du fonds sous forme de pourcentage de perte ou de gain par an au cours des 10 dernières années par rapport à son indice de référence. Il peut vous aider à évaluer la manière dont le fonds a été géré dans le passé et à le comparer à son indice de référence.



ANNEXE 5 : CARACTERISTIQUES ET POINTS CLES “ISHARES CORE MSCI EUROPE UCITS ETF”

Points clés

Actif net au 05/mai/2023	EUR 7 040 458 575	Net Assets of Fund au 05/mai/2023	EUR 7 081 437 365
Date de lancement de la Classe d'Actions	06/juil./2007	Date de lancement du Fonds	06/juil./2007
Devise de la gamme	EUR	Devise de base	EUR
Classe d'actif	Actions	Indice de référence	MSCI Europe
Classification SFDR ¹	Autre	Parts émises au 05/mai/2023	240 139 280,00
TER ¹	0,12%	Fréquence de versement des dividendes ¹	Trimestrielle
Utilisation des revenus	Distribution	Revenu du prêt de titres ¹ au 31/mars/2023	0,04%
Domicile	Irlande	Structure du produit ¹	Physique
Fréquence de rebalancement	Trimestrielle	Méthodologie ¹	Optimisé
Conforme à la réglementation UCITS ¹	Oui	Société émettrice	iShares II plc
Gérant de produits	BlackRock Asset Management Ireland Limited	Administrateur	State Street Fund Services (Ireland) Limited
Dépositaire	State Street Custodial Services (Ireland) Limited	Fin de l'exercice	31 octobre
Symbole Bloomberg	IMEU LN	ISIN	IE00B1YZSC51
Régime fiscal PEA	-		

Caractéristiques du portefeuille

Nombre de positions ¹ au 04/mai/2023	424	Niveau de l'indice de référence au 05/mai/2023	EUR 297,13
Symbole Indice de référence	MSDEE15N	Rendement sur une période mobile de 12 mois ¹ au 04/mai/2023	2,76
Écart-type (3ans) ¹ au 30/avr./2023	15,47%	Bêta à 3 ans ¹ au 30/avr./2023	1,000
PER ¹ au 04/mai/2023	14,45	Ratio cours/valeur comptable ¹ au 04/mai/2023	1,95

Principales positions

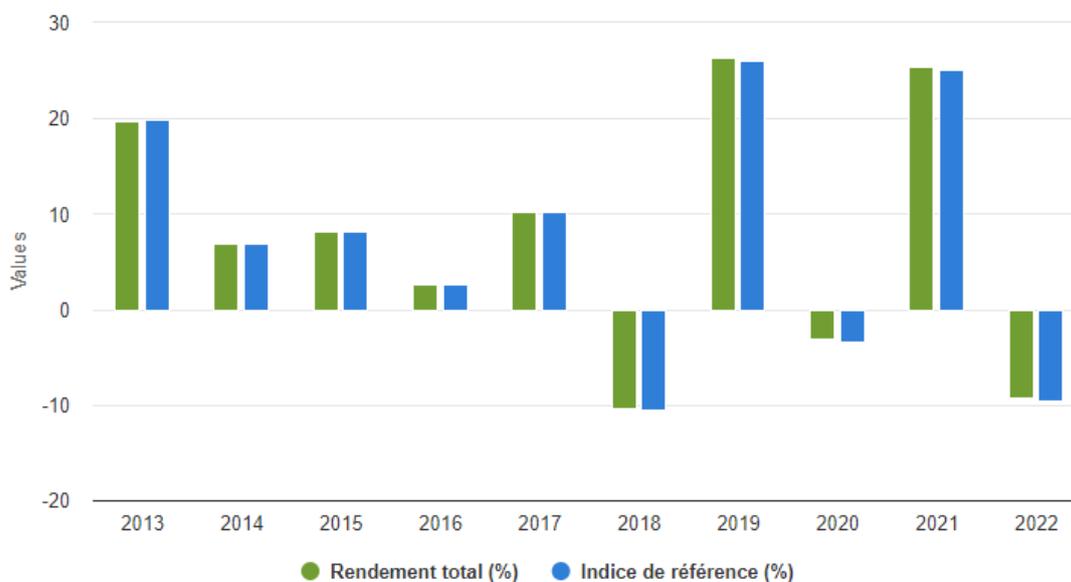
Toutes les positions

au 28/avr./2023 ▼ Filtrer la liste p

Ticker	Nom	Secteur	Classe d'actif	Valeur de marché	Pondération (%)
NESN	NESTLE SA	Biens de consommation de base	Actions	EUR 237 643 388,79	3,35
NOVOB	NOVO NORDISK CLASS B	Santé	Actions	EUR 185 201 736,97	2,61
MC	LVMH	Biens de consommation cycliques	Actions	EUR 178 755 330,00	2,52
ASML	ASML HOLDING NV	Technologie de l'informatioon	Actions	EUR 171 412 841,50	2,42
AZN	ASTRAZENECA PLC	Santé	Actions	EUR 153 641 991,17	2,17
NOVN	NOVARTIS AG	Santé	Actions	EUR 148 790 099,19	2,10
ROG	ROCHE HOLDING PAR AG	Santé	Actions	EUR 148 629 136,46	2,10
SHEL	SHELL PLC	Energie	Actions	EUR 146 091 772,55	2,06
TTE	TOTALENERGIES	Energie	Actions	EUR 107 136 796,06	1,51
HSBA	HSBC HOLDINGS PLC	Finance	Actions	EUR 96 888 520,49	1,37

Calendaire 12 derniers mois Annuelle Cumulée

Ce graphique illustre la performance du fonds sous forme de pourcentage de perte ou de gain par an au cours des 10 dernières années par rapport à son indice de référence. Il peut vous aider à évaluer la manière dont le fonds a été géré dans le passé et à le comparer à son indice de référence.



TABLES DES MATIERES

DECLARATION ANTI-PLAGIAT	4
REMERCIEMENTS	6
SOMMAIRE	6
CHAPITRE 1 – LA GESTION DE PORTEFEUILLE : HISTORIQUE ET TECHNIQUES	10
1.1 Le passé, l’essor et les acteurs de cette activité	10
1.1.1 Définition, chiffres clés et évolution.....	10
1.1.2 La présentation et le poids des fonds d’investissement.....	12
1.2 La Gestion Passive : Définition, historique, chiffres.....	16
1.2.1 Gestion passive et ETF.....	16
1.2.2 Risques et Diversification	19
1.3 La Gestion Active : Définition et Techniques	22
1.3.1 Présentation de la gestion active	22
1.3.2 Arbitrage, Analyse Technique et Market Timing	23
1.3.3 Stock Picking : Gestion value, growth, sector	26
CHAPITRE 2 – L’ACTIVITE DE GESTION DES RISQUES ET INCONVENIENTS	31
2.1 Risques communs au portefeuille et fonds d’investissement	31
2.1.1 Les différents risques.....	31
2.1.2 Le rôle du Risk Analyst dans la gestion du risque	35
2.2 Gestion passive : risques et inconvénients	37
2.3 Gestion active : risques et inconvénients	41
CHAPITRE 3 – COMPARAISON GESTION ACTIVE PASSIVE	46
3.1 Comparaison active passive en fonction du style de gestion.	46
3.2 Comparaison active passive : Etude Récente	50
3.3 Comparaison active, passive de fonds provenant du même émetteur.	55
BIBLIOGRAPHIE	63
TABLES DES FIGURES	66
SIGLES ET ABREVIATIONS UTILISES.....	67
GLOSSAIRE	68
TABLES DES ANNEXES.....	69
TABLES DES MATIERES.....	78