



Enquête : La frontière entre les ETF et la gestion active s'efface chez les distributeurs

12.07.16



La distribution de fonds française va-t-elle succomber aux charmes des ETF (fonds indiciels cotés), comme ce fut le cas aux Etats-Unis et maintenant au Royaume-Uni ? Plus de 64% des distributeurs et sélectionneurs de fonds disent vouloir davantage les utiliser cette année par rapport à 2015*. Les ETF gagnent en légitimité face à une gestion active peinant dans son ensemble à battre son benchmark malgré des frais de gestion importants, voire accusée parfois de closet tracking (« indexation cachée » ou encore gestion passive).

Dans les portefeuilles des multigérants et des gérants sous mandats, comme dans les unités de compte des contrats d'assurance-vie, l'ETF devient petit à petit un gérant comme un autre. Composante à part entière de la boîte à outils des sélectionneurs de fonds, le caractère passif des produits indiciels cotés s'efface au profit d'une approche active, celle de l'allocation d'actifs débarrassée des biais humains.

Les ETF traditionnels, concurrents des gérants mais aussi de la multigestion

Le développement des ETF s'accompagne d'une remise en cause des gérants actifs, jugés trop chers et trop souvent incapable de produire de l'alpha de façon constante. Il arrive ainsi de plus en plus fréquemment aux ETF de se retrouver nez-à-nez avec des fonds gérés activement lors du process de sélection d'un multigérant ou d'un gérant privé. « Lors de notre premier filtre de sélection de fonds sur certains marchés, comme la Russie ou l'Inde, nous ne faisons pas de distinction entre les gérants actifs et les ETF », admet Dorothee Marty, présidente de la société Kiplink Finance. On reconnaît en effet aux trackers la capacité de traduire des vues tactiques sur des secteurs, des classes d'actifs ou des zones géographiques, sans subir le hasard de la valeur liquidative et les choix d'un gérant. « Nous sélectionnons principalement des ETF pour nous exposer par exemple aux indices actions américains

qui sont des marchés compliqués », prend pour exemple Roman Kowalczyk, directeur général d'Expert & Finance IM. Sur des marchés efficients, ou des marchés lointains, ces produits deviennent de véritables concurrents à la gestion active, quoiqu'en disent les fournisseurs.

Néanmoins, leur sophistication de plus en plus grande réclame un savoir-faire en matière de sélection. Les ETF restent un produit financier compliqué dans sa construction, sa gestion et son pricing, dont la valeur peut parfois s'éloigner de la valeur de l'indice sous-jacent. **C'est pourquoi les sélectionneurs de fonds indiciels cotés effectuent généralement un travail d'analyse fastidieuse.** « Nous analysons l'adéquation entre la liquidité de l'ETF et la liquidité du marché sous-jacent », précise en premier lieu **David Kalfon, président d'Amaïka AM.** Le processus de sélection de Roman Kowalczyk, de son côté, part de l'analyse du comportement de l'ETF en période de stress de marché. « Nous étudions l'historique de cotation des ETF et nous nous concentrons principalement sur les événements récents de marché pour nous assurer de la bonne réplique de l'indice sous-jacent », explique-t-il. Ainsi, le lourd et délicat processus de sélection peut représenter un frein, surtout pour les plus petits acteurs qui ne disposent pas des ressources nécessaires.



Ludovic Djebali (Source), et David Kalfon (Amaïka AM)

Pour lever ce frein, les fournisseurs d'ETF ont développé une offre permettant de s'intégrer dans la gestion active. Des fonds d'ETF sont ainsi déjà proposés par quelques sociétés de gestion et gérants sous mandat. Ces dernières voient à travers ce nouveau mode de multigestion le moyen de générer de la performance à travers les cycles sans dépendre des compétences d'un gérant. De leur côté, les fournisseurs d'ETF peuvent ainsi se débarrasser de l'étiquette passive de leurs produits. Pour cela, ils multiplient les services de recherche et de modélisation de portefeuille à fournir à leur clientèle de sociétés de gestion afin d'alléger leurs stratégies d'investissement. Vendre de la gestion passive ne suffit plus. « Nous apportons aux gérants d'actifs de la recherche, comme par exemple sur les flux d'investissements en ETF ou encore sur les manières de s'exposer aux marchés via les ETF. Nous fournissons également de l'aide à l'exécution », souligne Nathalie Guez, responsable commerciale auprès des distributeurs chez iShares.

Les CGPI, une frontière infranchissable pour les ETF

Malgré ces efforts et plusieurs initiatives d'offres d'assurances-vie pilotées en majeure partie d'ETF de la part courtiers CGPI (comme les contrats « Advanced by Athymis », d'Athymis Gestion, ou « Asteria » de Crystal Partenaires), et la relative menace des robo-advisors, les CGPI conservent leur affection pour les gérants actifs. « Les ETF ne sont pas proposés de manière proactive par les CGP, ce sont les clients qui

doivent les demander », souligne Ludovic Djebali, responsable des comptes stratégiques Europe et responsable de la région France, Belgique et Luxembourg chez Source, qui pointe du doigt le modèle économique. La situation s'explique en effet en partie par l'absence de rétrocessions de la part de fournisseurs d'ETF qui ont construit leur succès sur de faibles coûts de gestion, « rétros » pourtant vitales pour le business model de la majorité de ces acteurs. Celles-ci comptent pour près des 2/3 du chiffre d'affaires des cabinets de CGP, selon une étude que la CNCGP a conduit sur ses adhérents en 2015. « Tant que le débat ne se portera pas sur les coûts de gestion, qui ont un impact important sur la performance, et que les rétrocessions resteront autorisées, les ETF ne décolleront pas sur le segment des CGP », estime Philippe Maupas, spécialiste indépendant des fonds, administrateur et ancien président du CFA Society France.

La compétitivité par le prix, c'est d'ailleurs le pari que font certaines plateformes pour se distinguer sur les unités de compte en assurance-vie et séduire plus de CGPI. « En cas de performance nulle ou négative des fonds sélectionnés, le client verra désormais que la perte provient des coûts du CGP et du fonds. La transparence sur les rétrocessions en assurance-vie devrait amener les CGP vers les ETF », anticipe Jean-Maximilien Vancayzeele, directeur général délégué du groupe Crystal, qui s'appuie sur l'expérience de ses nombreux clients expatriés aux USA témoins de l'essor des fonds indiciels cotés de l'autre côté de l'Atlantique.



Dorothée Marty (Kiplink Finance) et Bernard le Bras (Suravenir)

Les infrastructures sont pourtant déjà prêtes pour accompagner un tel mouvement et permettre aux CGPI de diriger leurs clients vers des produits d'épargne composés d'ETF. Sous l'impulsion des robo-advisors, certains assureurs ont déjà référencé plus d'une centaine d'ETF. C'est le cas notamment de Suravenir qui a noué des partenariats avec Yomoni et Marie Quantier pour héberger leurs contrats d'assurance-vie dotés en moyenne de 50 fonds indiciels cotés. « Les ETF représentent 100 millions d'euros sur les 7,2 milliards d'euros d'encours investis en unités de compte », tempère Bernard Le Bras, président de Suravenir. Mais l'assureur-vie breton, attentif aux évolutions sur les autres marchés européens, anticipe une percée des produits indiciels cotés sur les supports d'épargne. « Nous nous attendons à un développement conjoint de la demande pour des ETF », complète-t-il. Les fournisseurs s'attendent eux à ce que les CGPI s'adaptent aux nouvelles exigences de transparence et se préparent à intégrer les fonds indiciels cotés dans leur buy list. « Certains distributeurs devront faire évoluer leurs infrastructures pour pouvoir traiter les ETF avec leur back office. Néanmoins, comme ce produit peut être négocié en bourse comme une action ou bien sur leur valeur liquidative comme pour un fonds traditionnel, un grand nombre de distributeurs pourraient déjà prendre le train en marche », explique Ludovic Djebali, qui ne cible

cependant pas directement les CGPI, mais plutôt les plateformes et les gérants fournissant des solutions d'investissement en ETF clés en main pour cette population.

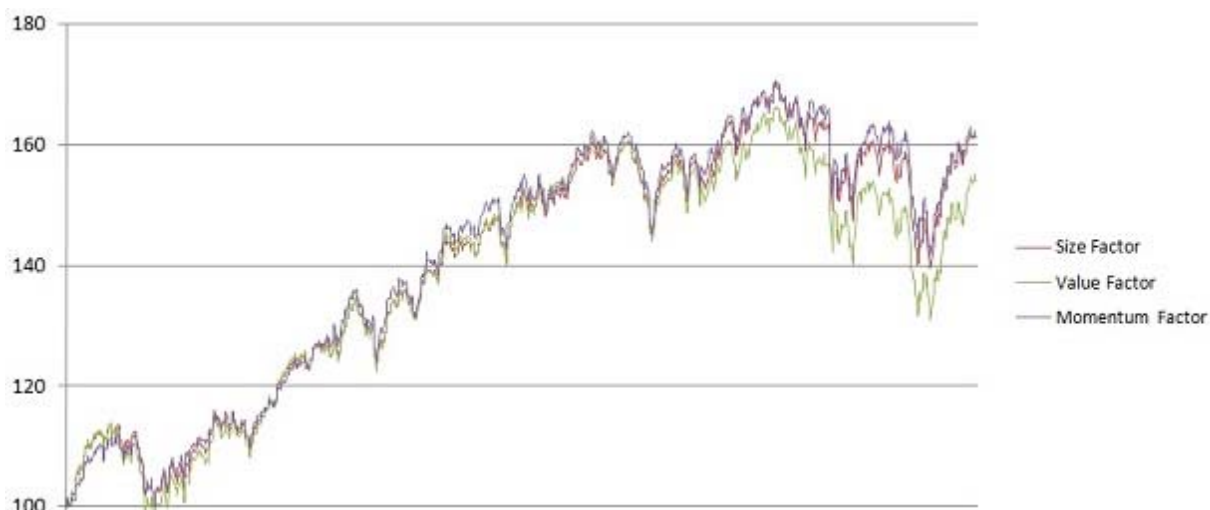
Les ETF « actifs » à leurs balbutiements dans la distribution

Au-delà d'une présence plus grande dans la multigestion et dans l'assurance-vie, les fournisseurs d'ETF comptent sur leur capacité à répliquer l'ensemble des stratégies actives pour pénétrer plus largement le secteur de la distribution. Ils misent sur ce segment pour consolider la forte croissance des stratégies de smart beta (voir encadré), dont la pondération n'est pas basée sur la capitalisation des sous-jacents composant l'indice, mais sur d'autres critères comme la valeur du bilan ou la volatilité du titre. Pour certains défenseurs du smart beta, la gestion active ne serait elle-même qu'une exposition à des facteurs avec une facturation élevée.



Philippe Maupas (consultant) et Nathalie Guez (iShares)

Certains investisseurs l'appréhendent déjà comme un nouveau produit plus séduisant que l'offre existante. « En dehors de quelques smart beta qui nous donnent accès à une gestion plus quantitative, nous n'utilisons pas les ETF traditionnels », explique ainsi Marie Vandermarcq-Saltiel, responsable du family office d'Amplegest. Pour l'heure, les distributeurs les plus en pointe sur les fonds indiciels cotés débutent leur prospection en matière de smart betas, à la faveur d'une situation de marché globale peu favorable aux gérants actifs. « La performance en 2016 sera réalisée via du picking sectoriel, estime Jean-Maximilien Vancayzeele. Il nous faut donc élargir notre spectre d'ETF, notamment au smart beta ».



Comparaison des rendements cumulés de trois facteurs de risque (taille, value et momentum), de janvier 2012 à mai 2016

1 / 4

Les fournisseurs d'ETF vont devoir fournir un travail pédagogique important auprès de la plupart des canaux de la distribution. En effet, certains acteurs nient la capacité des smart betas à pouvoir battre sur le long terme les indices capi-pondérés. Les anomalies de marché dont tirent profit les stratégies de smart beta disparaîtraient rapidement après avoir été dévoilées et promues auprès des investisseurs. « Après leur lancement, les indices factoriels sous-performent généralement les indices capi-pondérés, avance Philippe Maupas. Il y a en effet une part forte de marketing dans ces produits : seuls les facteurs dont les back testing sont probants sont lancés. Pourtant, la prime recherchée par le dispositif disparaît au fur et à mesure des souscriptions, peut-être parce qu'elle est arbitrée par le "smart money" ». Parmi les 200 facteurs d'investissements, « tous les facteurs ne survivront pas », estime Philippe Maupas, évoquant par là le concept de « factor zoo » proposé par le chercheur John Cochrane dès 2011.

S'ils n'ont pas encore pénétré fortement le monde de la distribution, les ETF semblent sortir petit à petit du placard de la gestion passive. Dans cette course à l'acquisition client, seuls quelques fournisseurs devraient tirer leur épingle du jeu, les acheteurs ayant en majorité indiqué préférer travailler avec les grandes maisons capables de leur garantir une importante liquidité, critère majeur de sélection.

*Selon une étude européenne commandée par Source au mois de novembre 2015.
