

la gestion passive: une autre méthode de gestion

interview d'Alexandre Arnböck, Passive Management SA par Nejra Bazdarevic, european investor relations



PASSIV
investing

La gestion passive est relativement méconnue et mal comprise dans la communauté des gérants indépendants suisses. Fruit de nombreuses recherches, elle existe depuis une quarantaine d'années et

se base sur le constat que nul ne peut anticiper correctement les performances futures du marché. Ainsi, les gérants actifs ne seraient pas en mesure de produire une performance meilleure que celle du marché dans sa globalité et sur le long terme. La gestion passive aurait l'avantage d'éliminer toute tentative de prévision, éliminer les risques dits «inutiles» et se base uniquement sur les observations statistiques et les faits réels. Éliminant le stock picking, le market-timing et réduisant de manière significative les coûts, la gestion passive aurait l'avantage de mener le gérant vers plus de transparence. Les performances qui s'alignent sur le marché amèneraient par ailleurs une diminution de stress palpable. *Guérir vos investissements** par Alexandre Arnböck et Trevor Pavitt, gérants et fondateurs de Passive Management SA à Genève, est un ouvrage qui jette une lumière sur cette philosophie de gestion souvent confondue avec la gestion indicielle. La vocation première de ce livre est de chasser le brouillard qui couvre le fonctionnement de la finance pour le grand public et de diriger l'investisseur vers plus de sérénité. Nous avons rencontré Alexandre Arnböck et avons tenté de guérir la confusion qui règne entre la gestion passive et la gestion indicielle et de comprendre les raisons qui l'ont poussé à adopter ce mode de gestion.

«la gestion passive permet d'éliminer le stock-picking et le market-timing,,

Comment êtes-vous venu à l'idée d'adopter la philosophie de la gestion passive et d'admettre qu'on ne peut battre le marché?

Alexandre Arnböck: J'étais employé auprès d'une grande banque privée genevoise, lorsque deux choses m'ont ouvert les yeux. Premièrement, j'ai constaté que les clients en mandat «conseil» (advisory) qui refusaient d'effectuer des transactions avaient régulièrement une meilleure performance. Ensuite, la lecture d'un article sur le livre *Unconventional Success* de David Swensen (gérant de Yale Endowment Fund) qui prônait la gestion passive a eu un grand impact sur moi. Le processus de passage de gérant actif à gérant passif a été un processus douloureux qui a duré trois ans. D'abord, il a fallu accepter la conclusion que ce que j'avais fait jusqu'à ce moment-là était faux, puis réaliser qu'on ne croyait plus aux produits qu'on se devait de vendre et enfin l'admettre clairement. La suite du processus était alors naturellement de se poser la question «que faire?».

Beaucoup d'investisseurs et certains professionnels pensent que la gestion passive s'apparente à la gestion indicielle. Sauvez-nous de cette confusion et parlez-nous des différences principales.

A.A.: Je relève une dizaine de différences, toutefois je résumerai brièvement trois principales. La première est que beaucoup de gérants indiciels sont tributaires du market-timing, alors que la gestion passive permet d'éliminer le stock-picking et le market-timing. La deuxième différence est que les indices n'ont pas été créés pour investir, mais pour mesurer. Investir ainsi comporte des biais subjectifs dépendants de la composition de l'indice. La troisième différence réside dans le fait que la gestion indicielle garde un facteur irrationnel qui est dans le comportement du gérant, par exemple lors de changements de composition d'indice, elle vous force à acheter haut et vendre bas.

Concrètement, s'il faut ignorer les indices en raison des biais qu'ils

engendrent, quels instruments de placement existent dans la gestion passive?

A.A.: Les fonds indiciels sont une bonne base de départ. Dans la gestion passive, la plupart des produits sont réservés aux institutionnels; leur accès est difficile, voire fermé. Certains exigent notamment que les investisseurs remplissent certains critères stricts, comme celui de gérant fee-only (aucune rétrocession sur les produits), ou encore prouver qu'on investit en «buy-hold». Il faut regarder une classe d'actifs dans son ensemble, et voir le plus large possible. Il y a environ 75'000 titres de participation cotés dans le monde, pourquoi investir uniquement dans les 1'700 actions du MSCI World? Vanguard, par exemple, offre une approche intéressante avec environ 6'500 titres, bien qu'elle soit également indicielle, elle est plus efficace que l'approche MSCI. L'in-



vestisseur doit filtrer les milliers de produits dits passifs pour déceler ceux qui sont les plus appropriés. Les critères d'exclusion de titres doivent être différents de ceux décidés par le constructeur de l'indice, comme par exemple la liquidité quotidienne ou encore le nombre de market makers qui couvrent le titre. Cette approche permet une répartition plus grande que l'indice classique, avec comme effet d'augmenter la diversification, diminuer le turnover donc les frais, d'éviter le buy-high-sell-low décrit plus haut etc. Pour un financier expérimenté, il est difficile d'accepter ce changement de philosophie, nous sommes tellement habitués aux indices. En ce qui nous concerne, nous diversifions sur environ 14'000 titres différents.

* *Guérir vos investissements*, Alexandre Arnböck et Trevor Pavitt, Slatkine, 2011

Quelles sont les faiblesses de la gestion passive ?

A.A.: On ne peut entretenir le rêve de trouver le meilleur fonds du monde. Sur-tout, on perd l'illusion du contrôle. Du point de vue du gérant, il faut garder à l'esprit que la gestion passive est plus lourde à mettre en place et nécessite une discipline stricte pour réussir, ce qui entraîne un degré de contrainte élevé. Par ailleurs, elle génère moins de revenus pour l'industrie financière.

A qui s'adresse la gestion passive ?

A.A.: A l'heure où nous parlons, la gestion passive est encore considérée comme une bête bizarre et le client qui choisit cette philosophie d'investissement est souvent un «early adopter» et/ou quelqu'un qui a perdu confiance dans le système financier classique. La mise en place de portefeuilles passifs est possible à partir

“les indices n'ont pas été créés pour investir, mais pour mesurer,,

de n'importe quel niveau de fortune ou d'épargne, en gardant à l'esprit que les produits seront moins sophistiqués pour des montants plus modestes, et ainsi la performance sera quelque peu inférieure et la volatilité légèrement supérieure.

Avons-nous donc toujours besoin d'un gérant ?

A.A.: Absolument, si la gestion passive est la philosophie d'investissement la plus simple à comprendre, elle est la plus difficile à mettre en place car contre-intuitive.

Quel est l'état actuel de la gestion passive en Suisse ?

A.A.: Actuellement, une dizaine de gérants passifs sont établis en Suisse. La gestion passive y est encore à un stade embryonnaire. Pourtant, elle pourrait être la plus grande révolution financière en Suisse dans les 20 ans à venir, très probablement motivée par la demande des consommateurs et par les changements réglementaires qui forceront à plus de transparence.

Qu'en est-il des caisses de pension, seront-elles les premières à utiliser la

gestion passive ?

A.A.: La majorité des professionnels de la prévoyance confond gestion passive et indicelle. Aussi, il arrive souvent qu'une caisse de pension considère sa stratégie en poches ségréguées: par exemple, mon gérant suisse est mauvais, je le remplace par un fonds indicel suisse. Cette approche est malheureusement contre-productive car elle ne permet pas de bénéficier de certains avantages de la gestion passive tel que la restructuration systématique. Toutefois je crois savoir que certaines caisses, celle de Nestlé entre autres, sont très sophistiquées et utilisent le plein potentiel de la gestion passive.

Pensez-vous que la Suisse puisse devenir un terrain fertile au débat entre la gestion active et la gestion passive ?

A.A.: Nous avons tout intérêt à le faire. La Suisse perd son leadership dans le secteur financier depuis 10 ans, son aura a énormément souffert durant ces dernières années. On a tout à gagner à être un pays prônant la transparence pour reprendre ce leadership.

allocation d'actifs

Actif	BCV	Sarasin	Espirito Santo	Heritage	LGT	Piguet Galland
liquidités	-	+	--	+	+	+
obligations	-	--	=	-	-	=
duration recommandée	4y	3y	2y	7yr	3y	3 - 5y
Government	n.a.	--	--	=	=	+
investment grade Corp.	+	-	++	+	-	=
high yield	+	n.a.	=	+	-	=
actions	+	+	++	=	+	=
Europe	+	+	++	=	=	-
USA	++	=	++	=	+	+
Japon	-	-	--	=	+	=
marchés émergents	+	=	++	=	=	+
alternatif %	5 -15	=	n.a.	15	10 - 20	25
stratégie recommandée	FoHF multistrat.	total return, Reits	n.a.	LS / Global Macro	PE, Reits	FoHF multistrat.
commodities	=	++	+	+	+	+
or	=	n.a.	+	+	+	=
EUR	+	-	-	=	-	-
USD	=	-	-	-	--	=
CHF	=	+	=	++	++	+
devises émergentes	+	=	+	+	+	+

un +, = ou - signifie une sur- ou sous-exposition par rapport à une position neutre définie avec votre client