LIVRE BLANC · GESTION D'ACTIFS

La gestion active, levier de surperformance, de souveraineté financière européenne et de protection des épargnants

Avril 2026

Les contributeurs à ce rapport sont des gestionnaires d'actifs indépendants.

Sortir de la confusion : reconnaître la véritable gestion active 3

Gestion « Active » : un facteur de performance sur les marchés actions et obligataires 5
La véritable gestion active sur les marchés actions : une surperformance par rapport aux indices 5
La gestion active : la notion clé d'Active Share pour sortir de la zone grise 5
Architecture ouverte et gestion active : les déterminants de la surperformance 6
La surperformance de la gestion active face à la gestion passive dans le monde obligataire 8
Des résultats quantitatifs favorables à la gestion active obligataire 8
Une gestion adaptée aux fondamentaux du marché obligataire 9
Une gestion adaptée aux réalités de liquidité du marché obligataire 10
La gestion obligataire active, au cœur de la surperformance 10
Gestion « Active » et entreprises : une arme de souveraineté financière pour l'Europe pour résister aux biais de la gestion passive 12
Un acteur clé du financement de l'économie européenne 12
Financement primaire (IPO, augmentations de capital) 12
Émissions obligataires corporate 13
Soutien à l'innovation, à la croissance et à l'emploi 13
Un facteur d'ancrage régional face à l'hégémonie américaine 13
Contrepoids à la concentration du capital et des indices 13
Dynamique de recherche et découverte des prix 14
Dialogue avec les entreprises 15
Engagement actionnarial et pouvoir de vote 16
Gestion « Active » et épargnants : un outil de diversification face aux risques de la gestion passive. 17
Atténuer le risque de standardisation et de concentration des portefeuilles 17
Se détacher de la procyclicité et des effets de foule 17
Sortir de l'opacité de la gestion indicielle et benchmarkée 18
Disposer d'une meilleure maîtrise du risque 18

ANNEXES 19
ANNEXE 1 - Méthodologie et résultat du calcul de la surperformance de la véritable gestion active actions 19
ANNEXE 2 – Méthodologie et résultat du calcul de la surperformance de la véritable gestion active obligations 23
ANNEXE 3 – Les limites de la gestion passive 25
Lexique 28

Sortir de la confusion : reconnaître la véritable gestion active

La gestion d'actifs européenne traverse un moment de bascule silencieux. Sous l'effet conjugué de la montée en puissance de la gestion passive et d'une ligne de partage nébuleuse entre "gestion active" et "gestion passive", l'allocation du capital s'est progressivement transformée en une mécanique de flux, largement déconnectée de l'analyse économique, du financement de l'économie réelle et des enjeux de souveraineté financière.

La gestion passive est souvent présentée comme une évidence : moins de frais, plus de simplicité, une promesse de neutralité. Mais cette évidence est trompeuse. Car la généralisation du "tout gestion passive", lorsqu'elle est peu interrogée, produit des effets systémiques majeurs : concentration du capital, standardisation des portefeuilles, affaiblissement du financement primaire, exposition accrue des épargnants à des risques collectifs peu visibles et transfert progressif du pouvoir économique hors d'Europe.

Le débat est d'autant plus sensible qu'il repose sur une **confusion persistante dans la qualification des modes de gestion**. Sous l'étiquette de "gestion active" coexistent aujourd'hui des pratiques radicalement différentes, qu'il est essentiel de distinguer de manière objective. Ce rapport propose une clarification simple et opérationnelle : **la gestion active**, fondée sur la recherche fondamentale et des convictions assumées, propose une allocation du capital réellement indépendante des indices. Si les portefeuilles restent trop proches de leur indice, ils relèvent en pratique soit d'une **gestion benchmarkée** ou semi-passive, soit d'une gestion passive, indépendamment de leur classification revendiquée.

En agrégeant ces deux réalités sans prendre en considération leur approche radicale--ment différente à travers la **part d'Active Share des portefeuilles**[1], l'industrie a nourri un récit erroné : celui d'une gestion active globalement inefficace. Cette approximation dans la qualification masque la réalité économique du secteur et empêche toute lecture éclairée des qualités et de l'utilité d'une gestion active véritable. Sortir de cette confusion est un exercice de transparence indispensable.

Ce rapport montre, à partir d'analyses quantitatives, que la vraie gestion active surperforme souvent lorsqu'elle est clairement identifiée, réellement différenciante et exercée dans un environnement de concurrence effective. Il met également en évidence que, dans l'univers obligataire, la gestion passive apparaît structurellement inadaptée aux réalités de liquidité et de risque propres à ces marchés, contrairement à la gestion active qui joue un rôle essentiel de pilotage et de stabilisation.

L'architecture ouverte constitue, à cet égard, un facteur déterminant. En mettant les sociétés de gestion en concurrence, elle favorise l'identification des stratégies les plus performantes et accroît les chances de surperformance pour les clients-investisseurs.

Mais l'enjeu dépasse largement la seule question de la performance. Une allocation du capital fondée majoritairement sur des flux indiciels n'est pas neutre. Elle façonne la géographie de l'investissement, la gouvernance des entreprises et la capacité de l'Europe à financer son innovation, sa croissance et sa transition énergétique et environnementale. Elle concentre le pouvoir actionnarial entre les mains de quelques acteurs extra européens, principalement américains, et

[1] L'active share d'un portefeuille mesure la différence de composition entre le Fonds et son indicateur de référence. Un active share proche de 100% indique qu'un fonds a peu de positions identiques à son indicateur de référence et donc traduit une gestion active du portefeuille

fragilise la souveraineté financière du continent.

Face à ces constats, il ne s'agit ni d'opposer dogmatiquement gestion active et gestion passive, ni de remettre en cause l'utilité des outils indiciels. Il s'agit de **réintroduire de la lucidité, de la transparence et de la responsabilité** dans la manière dont l'épargne est allouée.

Ce rapport appelle ainsi à :

• **Clarifier la définition de la gestion active**, en distinguant explicitement, au ni--veau de la place financière française et européenne, la gestion active véritable des stratégies benchmarkées ou semi-passives. Une définition pragmatique permettrait d'apporter une lecture plus transparente et plus rigoureuse des différentes approches de gestion.

• **Renforcer la transparence pour les investisseurs**, en généralisant la publication claire et régulière d'indicateurs de différenciation par rapport aux indices, en particulier l'Active Share. **À défaut de publication de cet indicateur, une stratégie ne devrait pas pouvoir se prévaloir du qualificatif de gestion active**, les épargnants et allocataires devant pouvoir identifier objectivement les stratégies réellement actives et de prendre leurs décisions d'investissement en pleine connaissance de cause.

La gestion d'actifs n'est pas une simple industrie de produits. Elle est un maillon stratégique du financement de l'économie, de la protection de l'épargne et de la souveraineté européenne. La question n'est plus de savoir si la gestion active a un rôle à jouer, mais si l'Europe peut se permettre de se passer d'un écosystème de gestion active capable de financer son économie, d'accompagner ses transitions industrielles et environnementales et de préserver son autonomie financière.

Les initiateurs et contributeurs à ce rapport sont des gestionnaires d'actifs indépendants (comptant des clients-investisseurs français et internationaux) et défenseurs d'une architecture ouverte: BDL Capital Management, Carmignac, CIAM, Comgest, Edmond de Rothschild Asset Management, IVO Capital et Moneta.

Gestion « Active » : un facteur de performance sur les marchés actions et obligataires

Le débat sur la performance de la gestion active est faussé par une confusion fondamentale : toutes les stratégies qualifiées d'actives ne le sont pas réellement. Dans l'univers actions, une définition objective peut être établie à partir d'un critère simple : le niveau d'Active Share. Sortir de ces confusions dans la qualification, c'est accéder plus certainement à la surperformance de la gestion active. **Tant que la gestion active n'est pas distinguée de la gestion benchmarkée[2] ou indicielle déguisée, toute comparaison avec la gestion passive est méthodologiquement erronée.**

La véritable gestion active[3] sur les marchés actions : une surperformance par rapport aux indices

L'étude des performances de la **gestion active** par rapport à la gestion passive sur les marchés actions révèle un facteur clé de surperformance : **l'indépendance réelle face aux indices qui s'exprime dans la part d'Active Share d'un portefeuille.**

S'appuyer sur ce critère, c'est qualifier la **gestion active** et également démontrer que contrairement à une idée reçue, **l'affirmation selon laquelle les gérants actifs ne parviennent pas, en moyenne, à battre leurs indices après déduction des frais repose sur une ligne de partage nébuleuse entre "gestion active" et "gestion passive"[4] et une définition erronée de la gestion active.**

La gestion active : la notion clé d'Active Share pour sortir de la zone grise

Nombreuses études sont influencées par des **pollutions statistiques créées par les fonds dits « actifs »** qui sont en réalité **benchmarkés** et suivent de très près les indices tout en supportant les **frais plus élevés d'une vraie gestion active**. Elles **agrègent en effet indistinctement des approches radicalement différentes** :

- D'un côté, **une gestion que l'on qualifiera de benchmarkée ou semi-passive** , très **proche des indices de référence**, avec une **tracking-error structurellement faible** et des **frais potentiellement élevés**, induisant une **réplication d'indice coûteuse**, et **structurellement incapable de battre le marché sur la durée.**
- De l'autre, la **gestion active** fondée sur la **recherche fondamentale**, des **convictions fortes** et une **construction minutieuse de portefeuille**.

Le débat sur la performance de la gestion active est donc aujourd'hui faussé. Ce rapport montre que, lorsqu'elle est clairement définie et réellement différenciante, la gestion active est capable de générer de la surperformance nette de frais.

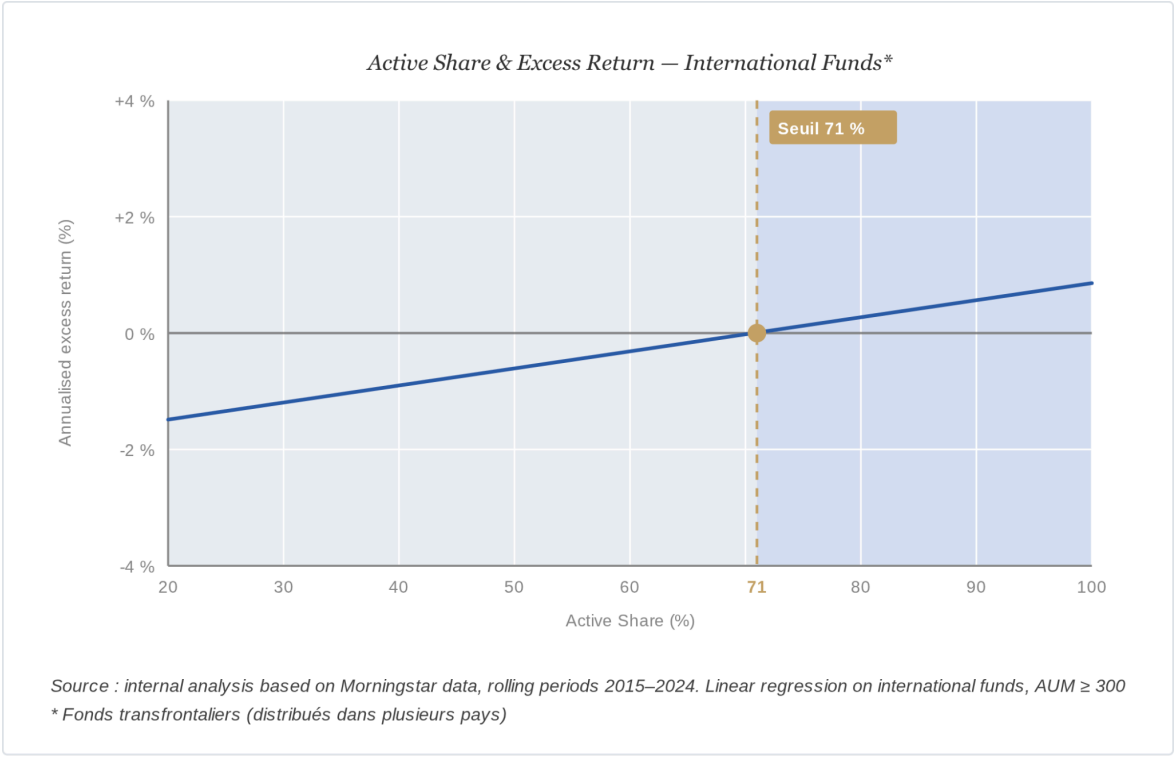
C'est précisément pour **objectiver cette distinction** que la notion d'**Active Share est clé dans l'univers actions.** Elle mesure **l'écart réel entre la composition d'un portefeuille et celle de son indice de référence** :

[2] Voir Lexique à la fin du document
[3] Voir Lexique à la fin du document
[4] Voir Lexique à la fin du document

- **Une Active Share de 100 %** signifie **aucune superposition** avec un indice.
- **Une Active Share de 0 %** correspond à une **réplication parfaite** d'un indice.

L'Active Share ne mesure donc pas seulement un écart statistique : **elle révèle la logique même de gestion**. Là où **la gestion benchmarkée raisonne en déviations marginales autour d'un indice**, la gestion active raisonne en **sélection de valeurs et en allocation de capital.**

L'analyse économétrique[5] met ainsi en évidence un **seuil critique autour de 71 % d'Active Share** : en-deçà de ce niveau, **l'excès de rendement moyen devient le plus souvent négatif**. En-deçà d'un certain niveau d'Active Share, la sous-performance n'est pas accidentelle : en moyenne, les fonds dont l'active share est inférieure à ce seuil tendent à sous-performer leur indice après frais. **Autrement dit, tant que le portefeuille reste trop proche de son indice, les frais de gestion o**nt de fortes chances d'annihiler la faible surperformance brute. Ce n'est qu'au-delà de ce seuil, lorsque la gestion devient réellement différenciante et assumée, que la performance active peut pleinement s'exprimer.



Source : internal analysis based on Morningstar data, rolling periods 2015–2024. Linear regression on international funds, AUM ≥ 300
** Fonds transfrontaliers (distribués dans plusieurs pays)*

Architecture ouverte et gestion active : les déterminants de la surperformance

La diversification géographique des clients-investisseurs d'un fonds n'est pas un critère de style de gestion, mais un paramètre économique qui conditionne l'environnement dans lequel cette gestion active s'exerce et sa capacité à exprimer durablement son potentiel de performance.

L'étude[6] menée sur des fonds actions avec un actif sous gestion ≥ 300 M€, observés sur des périodes glissantes de cinq ans entre 2015 et 2024 montre que **les fonds dits "transfrontaliers"** (i.e. fonds

[5] La méthodologie de l'analyse économétrique se trouve en annexe.
[6] La méthodologie de l'étude est détaillée en annexe.

distribués dans plusieurs pays) présentant une **Active Share supérieure à 80 %** ont généré une **surperformance moyenne annuelle de +0,70 %** sur la période étudiée et des pertes maximales **plus limitées**. À l'inverse, **les fonds dits "locaux"**, (i.e. plus de 80 % des encours proviennent d'un seul pays), affichent en moyenne une sous-performance**, quelle que soit leur tranche d'Active Share.**

Cette analyse permet de constater que la surperformance est la plus élevée lorsque deux conditions sont réunies :

- des fonds opérant dans un environnement **transfrontalier et concurrentiel** (architecture ouverte)
- une **active share élevée**, traduisant une gestion réellement différenciée.

Ces résultats confirment que **la surperformance repose avant tout sur l'authenticité de la gestion active**, objectivée par une Active Share élevée et l'absence de réseau de distribution captif et local. C'est ce **degré réel de différenciation du portefeuille** qui constitue le premier déterminant de la création de valeur.

Fonds distribués dans un seul pays

Performances par tranche d'Active Share — périodes glissantes 5 ans, 2015–2024

	Tranche d'Active Share (%)		
	80–100	60–80	40–60
Surperformance annualisée	−0,56	−0,66	−1,65
Perte maximale	−34,15	−33,19	−32,94
Ratio de capture à la baisse	108,30	99,68	102,54

Un ratio de capture à la baisse inférieur à 100 indique que le fonds perd moins que son indice lors des phases baissières.
Source : analyse interne sur données Morningstar, périodes glissantes 2015–2024.

Fonds transfrontaliers

Performances par tranche d'Active Share — périodes glissantes 5 ans, 2015–2024

	Tranche d'Active Share (%)		
	80–100	60–80	40–60
Surperformance annualisée	+0,70	−0,53	−0,06
Perte maximale	−33,47	−34,11	−34,98
Ratio de capture à la baisse	99,89	100,93	106,08

Un ratio de capture à la baisse inférieur à 100 indique que le fonds perd moins que son indice lors des phases baissières.
Source : analyse interne sur données Morningstar, périodes glissantes 2015–2024.

La question n'est donc pas de savoir si la gestion active surperforme en moyenne, mais de savoir si l'on accepte encore de qualifier d'"active" une gestion qui réplique l'indice tout en facturant des frais plus élevés que la gestion passive.

La surperformance de la gestion active face à la gestion passive dans le monde obligataire

Le retour des **tensions macroéconomiques** et **les craintes de bulles** ont replacé les obligations au **cœur des stratégies de diversification** et **ravivé le débat entre gestion active et gestion passive**. **Or, le marché obligataire n'est pas un terrain neutre pour la réplication indicielle : il est par construction incompatible avec une gestion fondée sur des indices non-investissables et peu liquides.**

Des résultats quantitatifs favorables à la gestion active obligataire

Sur la dernière décennie, **les flux vers les fonds obligataires actifs ont dépassé ceux des fonds passifs d'environ 1 000 milliards de dollars selon Morningstar**[7], illustrant une préférence durable pour l'actif. Cette préférence est cohérente avec les **performances observées** : **plus de 50 % des gérants obligataires actifs battent leur indice sur le long terme.** Depuis 2007, la moyenne des fonds d'actions actifs a surpassé l'indice de référence dans 17,6 % de ces périodes glissantes, tandis que la moyenne des fonds obligataires actifs a surpassé l'indice de référence dans 59 % d'entre elles. Les chiffres ont tendance à être encore meilleurs pour l'investissement obligataire actif en dehors du segment de haute qualité des obligations principales[8].

Dans l'univers obligataire, les stratégies **flexibles** apparaissent comme un facteur important de surperformance, plusieurs études montrant une présence plus fréquente de ces fonds dans les premiers quartiles de performance.

Ces résultats s'expliquent par les **inefficiences structurelles du marché obligataire**, les **biais de construction des indices** et la **difficulté de leur réplication** en dehors des segments les plus liquides, faisant de **l'obligataire un terrain où l'analyse, la sélection et la gestion du risque demeurent déterminantes.**

Dans l'univers obligataire, **la supériorité de la gestion active apparaît également de manière particulièrement nette dans les stratégies dites « aggregate », qui combinent obligations souveraines et obligations d'entreprises**[9]**.** Les résultats quantitafis observés sur les cinq dernières années montrent que, même dans les catégories les moins actives, une part importante des fonds obligataires actifs surperforme les indices de référence. Mais l'écart devient particulièrement marqué dans les stratégies les plus flexibles.

[7] Financial Times - When it comes to bond funds, which is better: passive or active? 9 janvier 2026
[8] Morning Star -The Bond Market as Fertile Ground for Active Management - 9 juillet 2025
[9] Afin d'évaluer la performance relative de la gestion active et des indices dans cet univers, il est utile de s'appuyer sur la classification de Morningstar, qui distingue les fonds obligataires selon deux critères principaux : leur degré de flexibilité d'investissement et leur périmètre géographique. Morningstar distingue ainsi deux grandes catégories de fonds obligataires diversifiés : Diversified Bond, regroupant les stratégies opérant dans un cadre d'investissement relativement contraint ; Flexible Bond, correspondant aux stratégies disposant d'une liberté d'allocation plus large entre segments obligataires. Les catégories sont ensuite déclinées selon la zone géographique ou la devise principale (EUR, USD ou Global).

Surperformance des fonds obligataires actifs vs indices

Part des fonds actifs surperformant leur indice sur 5 ans

Source : Morningstar, données au 7 mars 2026 · Indices : ICE BofA Broad Market Total Return (EUR, US, Global)

Catégorie Morningstar	Europe	États-Unis	Global
Diversified Bond	**76 %**	**54 %**	45 %
Flexible Bond	**97 %**	**87 %**	**91 %**

Part des fonds à gestion active dont la performance nette de frais est supérieure à celle de l'indice de référence sur la période de 5 ans considérée.

Les résultats sont particulièrement frappants dans les catégories les plus flexibles. En Europe, 97 % des fonds obligataires flexibles actifs surperforment leur indice sur cinq ans, ce qui illustre les limites structurelles des approches indicielles dans l'univers obligataire.

Ces résultats confirment une caractéristique fondamentale du marché obligataire : la performance repose largement sur la capacité à arbitrer entre segments de marché, à ajuster la duration et à exploiter les opportunités offertes par la dispersion des valorisations. Une gestion active disposant d'une véritable flexibilité d'allocation apparaît ainsi structurellement mieux adaptée que la réplication passive d'indices obligataires.

Dans l'univers obligataire, la gestion passive apparaît ainsi comme l'endroit le moins favorable pour investir passivement, contrairement à l'idée souvent admise que la réplication indicielle serait universellement efficace.

Une gestion adaptée aux fondamentaux du marché obligataire

À la différence des marchés actions, où la gestion active vise avant tout à identifier des entreprises créatrices de valeur ou à fort potentiel, **le marché obligataire obéit à une logique financière et comptable radicalement différente**. Il ne s'agit plus de sélectionner des sociétés en fonction de leur potentiel de croissance, mais **d'évaluer leur capacité à honorer leurs engagements financiers dans le temps.**

Or, les **indices obligataires « corporate »**, qui servent de **socle aux stratégies passives** notamment pour les indices souverains ou agrégés, ne sont pas construits selon des critères économiques de qualité ou de solidité financière : **ils sont pondérés par le niveau d'endettement et non par la capitalisation**. **Les émetteurs les plus endettés se retrouvent ainsi mécaniquement surreprésentés dans les indices**, ce qui conduit les investisseurs passifs à détenir davantage d'**obligations** émises par des **émetteurs fortement endettés**. Ce biais crée un effet pervers et fait naître des risques de crédit accrus, de concentration excessive et de diffusion systémique : plus une entreprise s'endette, plus son poids augmente dans l'indice, forçant les gestionnaires passifs à accroître mécaniquement leur exposition. Cette dynamique propage le risque à une base élargie d'investisseurs indiciels qui subissent cette concentration sans décision active.

À l'inverse, la **gestion obligataire active sélectionne** les émetteurs en fonction de la **solidité de leurs fondamentaux**, de leur **profil de crédit** et de leur **capacité à honorer leurs engagements**, et non en fonction de la taille de leur dette.

En résumé, là où la gestion passive reproduit donc mécaniquement la hiérarchie de l'endettement, la gestion active exerce un véritable travail d'allocation du capital fondé sur l'analyse du risque.

Une gestion adaptée aux réalités de liquidité du marché obligataire

À cette première différence structurelle liée aux fondamentaux s'ajoute une seconde, tout aussi déterminante : **la réalité opérationnelle et la structure de liquidité du marché obligataire.**

En effet, **la plupart des obligations s'échangent de gré à gré**, de façon **peu fréquente** et avec une **transparence limitée**. Contrairement aux actions, il n'existe pas de carnet d'ordres centralisé ni de formation continue des prix. **Les prix utilisés dans les indices sont ainsi le plus souvent estimés plutôt qu'observés**, ce qui rend la **réplication parfaite impossible** et introduit, pour les **stratégies passives**, une **tracking-error structurelle[10].**

Les ETF obligataires donnent par ailleurs l'illusion d'une liquidité quotidienne alors que les actifs sous-jacents ne sont pas toujours négociables dans des conditions normales de marché. En période de tension, comme en mars 2020, ce décalage peut se traduire par des écarts significatifs entre la valeur de marché des ETF et leur valeur liquidative.

Pour tenter de limiter ces écarts, les teneurs de marché recourent à des portefeuilles échantillonnés et à des produits dérivés, introduisant des coûts de roulement qui réduisent progressivement l'avantage en frais affiché par la gestion passive. Ces frictions sont particulièrement marquées dans les segments les moins liquides du crédit sans toutefois s'y limiter, la dispersion des valorisations et l'élargissement des spreads entre titres pouvant s'accentuer plus largement en période de volatilité.

Dans le cadre du marché obligataire, caractérisé par une liquidité fragmentée et intermittente, **la réplication mécanique des indices apparaît donc structurellement inadaptée**. À l'inverse, la gestion obligataire active est conçue pour **intégrer ces contraintes**, **gérer la liquidité de façon dynamique** et **adapter en permanence la construction du portefeuille aux conditions de marché.**

La gestion obligataire active, au cœur de la surperformance

Ces deux caractéristiques structurelles du marché obligataire (biais de construction indicielle et liquidité fragmentée) rendent la réplication mécanique des indices inadaptée à la réalité économique du crédit. **C'est dans ce contexte que s'explique la surperformance historique de la gestion obligataire active.**

Les comparaisons quantitatives montrent en effet que, dans la plupart des grandes catégories obligataires (haut rendement américain, investment grade, dette en euro, dette émergente), les indices figurent parmi les 25 % de fonds les moins performants sur la durée. Autrement dit, la majorité des fonds obligataires à gestion active surperforment historiquement les fonds passifs et les ETF.

[10] Écart de performance inévitable et permanent entre un portefeuille et son indice de référence, dû à des contraintes structurelles de gestion qui empêchent une réplication parfaite de l'indice.

Cette surperformance ne tient pas au hasard, mais à la capacité des gérants actifs d'exploiter la dispersion des valorisations, à arbitrer entre maturités, secteurs et zones géographiques, et à adapter en permanence l'allocation aux conditions de marché. Là où la gestion passive subit les frictions de liquidité, les coûts de roulement et les imperfections de réplication, la gestion active peut ajuster la duration, piloter la liquidité et éviter les positions encombrées.

En définitive, **le marché obligataire n'est pas un terrain favorable à la réplication mécanique**, mais un **espace de dispersion, d'arbitrage et de gestion fine du risque**. Dans un environnement marqué par **l'opacité**, **l'hétérogénéité des instruments** et le **risque de liquidité**, **la performance récompense l'analyse, la discipline et la flexibilité et non la réplication.**

Gestion « Active » et entreprises : une arme de souveraineté financière pour l'Europe pour résister aux biais de la gestion passive

Un acteur clé du financement de l'économie européenne

Financement primaire (IPO, augmentations de capital)

Le rôle premier d'un investisseur sur les marchés de capitaux est d'apporter des fonds propres aux entreprises afin de soutenir leur développement, leur capacité d'investissement et leur croissance de long terme. Historiquement, cette fonction de financement constitue la raison d'être des marchés actions : relier l'épargne longue des ménages et des institutions aux besoins de capital des entreprises, et contribuer ainsi à la **bonne allocation des ressources dans l'économie.**

Or, la montée en puissance de **la gestion passive a progressivement détourné les marchés de cette mission fondamentale**. Par construction, **les fonds indiciels et benchmarkés se limitent très souvent aux sociétés déjà cotées** et **n'interviennent que très rarement lors des introductions en bourse**. En effet, même s'il existe quelques fonds passifs qui participent aux introductions en bourse, il faut se souvenir que les entreprises mises en bourse n'entrent dans les indices parfois que quelques mois plus tard. Comme les fonds passifs répliquent les indices, cela devient difficile pour eux d'investir dans les introductions en bourse.

Pour les augmentations de capital, comme la plupart se font sur des plus petites capitalisations boursières, les fonds passifs n'ont pas vocation à y participer, sauf peut-être lorsque des plus large-cap font une augmentation de capital pour financer une acquisition. Globalement, les fonds passifs ne participent pas aux augmentations de capital de façon volontaire, mais plus pour s'assurer de bien conserver le poids adéquat de l'entreprise dans l'indice.
Les fonds passifs se contentent donc dans la très grande majorité de **recycler l'épargne entre investisseurs**, sans participer au financement primaire de **l'économie réelle**, **ni à la découverte des prix lors de ces opérations clés.**

À l'inverse, la gestion active actions demeure au cœur de la fonction première des marchés de capitaux, en participant aux **IPO, aux augmentations de capital et aux opérations de recapitalisation de façon volontaire et active**. Par leur **travail de recherche fondamentale**, ils identifient les sociétés dont la valorisation de marché ne reflète pas pleinement le potentiel économique et **orientent le capital vers les projets créateurs de valeur durable**. En soutenant les entreprises à des moments clés, la gestion active contribue à la **bonne efficience des marchés**, en rapprochant les prix de leur valeur économique et en **orientant l'épargne vers les usages les plus productifs.**

Ainsi, en France, près de **800 sociétés cotées** constituent un tissu économique majeur, générant **un chiffre d'affaires cumulé de plus de 542 milliards** d'euros et **employant plus de 8,5 millions de personnes**. Au cours des trois dernières années, ces entreprises ont levé plus de **20 milliards d'euros** de capitaux propres via **174 opérations**[11]. La concentration du capital et des droits de vote entre les mains de quelques acteurs extra-européens constitue un fait politique majeur, et non un simple effet collatéral de marché.

[11] « *Manifeste pour un meilleur financement des entreprises par les marchés de capitaux* » co-publié par l'Afep, l'AFG, la CDC, Euronext, Paris Europlace – mars 2025

Émissions obligataires corporate

Cette fonction de financement de l'économie réelle ne se limite pas aux fonds propres. Elle s'étend naturellement au **marché du crédit**, qui constitue un **pilier central du financement des entreprises** ainsi qu'au financement des États via les marchés obligataires souverains.

Pour accompagner leurs investissements industriels, leurs projets de transformation, leur développement international ou leur **transition énergétique**, **les entreprises ont massivement recours aux émissions obligataires**. Ces financements de long terme constituent un levier essentiel pour **soutenir l'investissement productif** et la **compétitivité du tissu économique européen**.

Là encore, **la gestion active joue un rôle structurant** en orientant l'épargne vers les émetteurs les plus solides, sur la base d'une **analyse financière approfondie**, plutôt que de suivre mécaniquement la hiérarchie de l'endettement imposée par les indices comme expliqué précédemment. Ainsi, sur les trois dernières années, **les entreprises françaises** ont levé plus de **160 milliards d'euros**[12] **de dette** via des **émissions obligataires corporate**. Ces capitaux ont été **apportés par la gestion active** et par des investisseurs directs pour soutenir l'économie européenne.

Soutien à l'innovation, à la croissance et à l'emploi

En combinant **financement en fonds propres et financement obligataire**, la gestion active accompagne les entreprises européennes à **toutes les étapes de leur cycle de développement**. De l'introduction en bourse aux phases d'expansion, de transformation ou de consolidation, elle assure la continuité du financement nécessaire à la **mise en œuvre des stratégies industrielles et technologiques de long terme, sources de prospérité, de souveraineté et d'indépendance.**

Ce continuum de financement constitue un levier décisif pour **soutenir l'innovation**, accélérer la **croissance** et **créer des emplois durables**. Les capitaux apportés lors des IPO et des augmentations de capital permettent de **financer la recherche**, le développement de nouveaux produits, **l'internationalisation** ou **les investissements industriels**. Les émissions obligataires, quant à elles, soutiennent les **programmes d'investissement**, la **modernisation des infrastructures** et la **transformation des modèles économiques.**

En orientant l'épargne vers les entreprises les plus dynamiques et les projets les plus porteurs, **la gestion active contribue directement à la vitalité du tissu productif européen**. Elle ne se contente pas de financer l'économie réelle : **elle en accompagne la mutation**, **renforce sa compétitivité** et **participe à l'ancrage durable de l'emploi** et de **l'innovation sur le territoire européen**.

Un facteur d'ancrage régional face à l'hégémonie américaine

Contrepoids à la concentration du capital et des indices

La montée en puissance de la **gestion passive a profondément modifié la géographie et la nature même de l'allocation du capital mondial**. Comme l'a analysé l'essai *« The Silent Road to Serfdom: Why Passive Investing is Worse Than Marxism »* (Sanford Bernstein- août 2016), la généralisation de l'investissement

[12] « *Manifeste pour un meilleur financement des entreprises par les marchés de capitaux* » co-publié par l'Afep, l'AFG, la CDC, Euronext, Paris Europlace – mars 2025

indiciel ne constitue pas une simple évolution technique de la gestion d'actifs : elle organise une **centralisation progressive du capital entre les mains d'un nombre extrêmement restreint d'acteurs, au détriment de la diversité économique, de la concurrence et de la souveraineté financière.**

Cette centralisation s'opère à travers une infrastructure financière désormais dominante : **les grands indices mondiaux et les ETF qui les répliquent**. Aujourd'hui, le plus souvent conçus et administrés par des **acteurs extra-européens** (MSCI, S&P Dow Jones, Bloomberg), ces référentiels sont actuellement **massivement pondérés en faveur des États-Unis. Les ETF qui les répliquent sont contrôlés à plus de 80 % par trois gestionnaires américains** (BlackRock, Vanguard, State Street), ce qui oriente mécaniquement une part croissante de l'épargne européenne vers les marchés américains.

Ce phénomène ne relève pas d'un simple jeu de flux financiers. Il affaiblit directement les marchés de capitaux européens : **raréfaction des introductions en bourse**, **multiplication des retraits de cote** et choix croissants de **cotations à New York plutôt qu'à Paris ou Francfort**[13] (Birkenstock, Spotify, Linde, ARM, Criteo, etc.). À mesure que l'épargne européenne est indexée sur des indices mondiaux dominés par les États-Unis, **la capacité du continent à financer ses propres entreprises et à structurer un écosystème financier autonome s'érode**, donnant lieux à une véritable **externalisation silencieuse de la souveraineté financière européenne.**

Cette concentration du capital se traduit également par une **captation croissante de l'innovation européenne**. Parallèlement à l'aspiration des flux financiers, les entreprises européennes, et en particulier les **acteurs technologiques**, **dépendent de plus en plus du capital étranger pour financer leur développement**. **Alors que 72 % des start-ups américaines sont rachetées par des groupes nationaux, ce taux n'est que de 43 % en Allemagne, 36 % en France et 28 % au Royaume-Uni**. Autrement dit, **les innovateurs européens sont progressivement absorbés par des capitaux extra-européens**.

Dans ce contexte, **la gestion active constitue un contrepoids stratégique**. En ancrant durablement le capital sur les marchés européens et en **orientant l'épargne vers les entreprises du continent**, elle contribue à **préserver la souveraineté financière, industrielle et technologique** de l'Europe et à maintenir une allocation du capital fondée sur l'analyse économique plutôt que sur une mécanique indicielle centralisée.

Dynamique de recherche et découverte des prix

Cette concentration du capital s'accompagne d'un affaiblissement progressif de l'écosystème de recherche européen. Au-delà de son rôle central dans le financement de l'économie réelle, **la gestion active remplit une fonction tout aussi essentielle** pour le bon fonctionnement des marchés : **la production d'information et la découverte des prix.**

La gestion active européenne s'inscrit en effet au cœur d'un **écosystème de recherche et d'analyse** qui constitue l'un des piliers de **l'efficience des marchés européens**. Les analystes financiers **produisent de l'information**, **analysent les entreprises**, **dialoguent avec leurs dirigeants** et **diffusent leurs conclusions auprès des gérants d'actifs**. Cette **chaîne vertueuse alimente la découverte des prix, éclaire l'allocation du capital** et contribue à une meilleure compréhension des enjeux industriels, technologiques et financiers propres au tissu économique européen.

[13] Il existe également d'autres facteurs pour expliquer ces phénomènes tels que la complexité réglementaire

A l'inverse, la montée en puissance de **la gestion passive interrompt progressivement ce cercle**. En se contentant de répliquer des indices sans analyse fondamentale, elle **réduit la recherche**, **affaiblit la couverture des entreprises**, en particulier des **valeurs européennes de taille moyenne**, et **appauvrit la valeur informationnelle** des marchés. À terme, ce recul de la recherche se traduit par une **moindre efficience des prix** et par une **perte de souveraineté informationnelle** sur l'économie européenne.

Dialogue avec les entreprises

La concentration du capital entre les mains de quelques grands gestionnaires internationaux, majoritairement américains, ne modifie pas seulement la géographie de l'investissement : **elle transforme en profondeur la nature du dialogue actionnarial.**

La gestion active ne se limite pas à l'allocation du capital. Elle s'inscrit également dans un **dialogue permanent avec les entreprises**, qui constitue l'un des mécanismes essentiels de la gouvernance des sociétés cotées.

Les investisseurs actifs échangent régulièrement avec les dirigeants et les conseils d'administration afin de discuter des orientations stratégiques, de la structure financière, de la gestion des risques ou encore des trajectoires de transformation industrielle. Cet engagement actionnarial peut prendre différentes formes : dialogue direct avec les équipes dirigeantes, participation aux assemblées générales, vote sur des résolutions ou initiatives collectives visant à améliorer la transparence et les standards de gouvernance.

Ce dialogue contribue à l'amélioration des pratiques de gouvernance et à l'adaptation des stratégies d'entreprise aux évolutions économiques et industrielles.

Plusieurs exemples récents illustrent le rôle concret que peuvent jouer les investisseurs actifs dans l'évolution des pratiques des entreprises.

Entre 2020 et 2022, un dialogue structuré mené par plusieurs investisseurs actifs avec TotalEnergies a contribué à renforcer la transparence du groupe sur sa stratégie climatique et énergétique. Cette démarche a notamment conduit l'entreprise à formaliser davantage sa trajectoire de transition et à communiquer plus largement sur ses investissements dans les énergies renouvelables et les technologies bas carbone.

Au-delà du dialogue direct avec les entreprises, certaines initiatives portées par les investisseurs ont également permis de structurer des standards communs de marché. Le Carbon Disclosure Project (CDP) et l'initiative Science Based Targets initiative (SBTi) ont joué un rôle important dans la diffusion de méthodologies permettant aux entreprises de mesurer leurs émissions, de publier leurs trajectoires climatiques et de définir des objectifs de réduction alignés avec les accords de Paris.

Ces initiatives ont contribué à améliorer la transparence des entreprises cotées et à structurer des cadres d'analyse partagés entre investisseurs, entreprises et régulateurs.

Les assemblées générales constituent également un lieu central d'expression du dialogue entre actionnaires et entreprises. Les débats récents autour de certaines résolutions illustrent les tensions qui peuvent exister entre investisseurs et directions d'entreprise sur des sujets stratégiques.

Ainsi, lors de son assemblée générale de 2026, BP a rejeté une résolution climatique soutenue par certains investisseurs, suscitant des réactions fortes de la part d'actionnaires qui ont évoqué la possibilité d'engager des actions juridiques pour contester cette décision. Cet épisode illustre le rôle des assemblées générales comme espace de confrontation et de dialogue entre investisseurs et entreprises.

Ces exemples s'inscrivent dans un contexte plus large d'évolution des équilibres de gouvernance. Dans un environnement marqué par des transformations géopolitiques et économiques profondes, la gouvernance d'entreprise tend à devenir un enjeu de plus en plus stratégique pour les États comme pour les investisseurs.

Engagement actionnarial et pouvoir de vote

Comme l'a souligné John C. Coates, professeur à la Harvard Law School, notamment dans ses travaux publiés sur le forum de la Harvard Law School Forum on Corporate Governance, la concentration croissante du capital entre les mains de grands gestionnaires américains, portée par la domination de la gestion passive, **confère aussi à ces acteurs un pouvoir d'influence inédit au sein des entreprises européennes, mais qui ne va pas nécessairement en faveur de ces dernières**. En agrégeant des **participations significatives** dans la **quasi-totalité** des grandes sociétés cotées, ils disposent d'un **poids déterminant en assemblée générale et dans les équilibres de gouvernance.**

D'une part, le pouvoir actionnarial des gérants passifs américains (qui dominent ce marché) se voit en réalité cantonné à des sujets annexes et non stratégiques par l'effet des classifications de la Securities and Exchange Commission (SEC). La crainte de requalification en gestionnaire dit actif, aux conséquences lourdes, conduit les gérants passifs à s'éloigner de toutes décisions structurantes. Et, l'évolution récente des critères de classifications de la SEC pour renforcer le contrôle de l'influence des investisseurs se présentant comme "passifs" pourrait, selon plusieurs experts et observateurs[14], réduire davantage le dialogue, et conduire à voter « comme le management ». BlackRock et Vanguard ont d'ailleurs fortement réduit en 2025 leurs réunions avec les dirigeants d'entreprises, à la suite d'orientations publiées en février par le régulateur boursier américain[15].

D'autre part, ils conduisent à imposer des cadres réglementaires et des standards non européens. Les conseils d'administration européens se trouvent ainsi de plus en plus exposés à des injonctions normatives portées par des actionnaires non européens, appliquant des politiques uniformes à l'échelle mondiale. Le cas des engagements ESG, est particulièrement notable, tant les différences d'approche entre Europe et Etats-Unis sont significatives.

En conséquence, le glissement vers le "tout passif" entraîne une **perte de contrôle progressive de l'Europe sur son propre écosystème de gouvernance**. Dans ce contexte, **la gestion active européenne constitue d'autant plus un contrepoids essentiel** au management En exerçant ses **droits de vote de manière différenciée**, notamment sur les choix stratégiques des entreprises sans donner son blanc-seing systématique au management, en **dialoguant avec les dirigeants** et en s'**inscrivant dans une relation de long terme** avec les entreprises, elle contribue à **préserver un équilibre plus aligné entre dirigeants et actionnaires.**

[14] The Passive/Aggressive Investor: Significant New SEC Staff Interpretive Guidance on Schedule 13G Eligibility - Gibson Dunn - 18 février 2025
[15] BlackRock, Vanguard scale back company talks as new guidance bites | Reuters 19 septembre 2025

Gestion « Active » et épargnants : un outil de diversification face aux risques de la gestion passive.

La gestion active ne signifie pas nécessairement un niveau de risque plus faible, mais elle permet une gestion plus fine de l'exposition aux risques. Lorsque des millions d'épargnants détiennent les mêmes portefeuilles, la diversification devient une illusion collective.

Le principal risque pour l'épargnant européen à long terme n'est pas nécessairement la volatilité, mais la standardisation invisible des portefeuilles et **un appauvrissement de l'offre d'investissement**.

Atténuer le risque de standardisation et de concentration des portefeuilles

Dans l'univers actions, la gestion passive applique en définitive une stratégie momentum qui dirige mécaniquement les capitaux vers les entreprises déjà dominantes, indépendamment de leur valorisation, de leur cycle économique ou de leur profil de risque.

Cette logique d'allocation automatique alimente alors une **concentration sans précédent des indices**. Il en résulte une **homogénéité croissante des portefeuilles** détenus par des millions d'épargnants à travers le monde, **tous exposés aux mêmes méga-capitalisations**, **aux mêmes secteurs et aux mêmes facteurs de risque**. Dans ce contexte, un retournement affectant ces valeurs dominantes se transmet mécaniquement à l'ensemble des portefeuilles indiciels, quelle que soit la zone géographique de l'investisseur.

À l'inverse, la gestion active, par la **différenciation des portefeuilles** et la **construction de positions de conviction**, permet de **s'écarter de cette logique de concentration automatique**. Elle diversifie les sources de performance, réduit la dépendance aux mêmes titres surpondérés et reconstitue une véritable diversification économique.

En rompant avec la standardisation imposée par les indices, la gestion active joue ainsi un rôle défensif essentiel : elle limite l'exposition au risque systémique et restaure une allocation du capital fondée sur l'analyse économique plutôt que sur la seule mécanique de flux.

Se détacher de la procyclicité et des effets de foule

La standardisation des portefeuilles induite par la gestion indicielle ne se limite pas à une concentration statique des expositions. **Elle modifie également en profondeur la dynamique des flux et accentue la procyclicité des marchés.**

En effet, **la gestion passive investit et désinvestit de manière mécanique en fonction des entrées et sorties de capitaux, indépendamment de toute analyse fondamentale**. En phase de hausse, les flux entrants conduisent à des **achats automatiques des mêmes titres surpondérés dans les indices**. En phase de **baisse**, les sorties provoquent des **ventes** tout aussi mécaniques. Ce comportement **synchronise les décisions d'investissement de millions d'épargnants, accroît la volatilité et les survalorisations et transforme des ajustements normaux en dynamiques auto-renforçantes.**

De son côté, **la gestion active adopte une logique contracyclique**. En **budgétisant le risque**, en ajustant l'exposition en fonction des valorisations et des cycles économiques, et en apportant de la liquidité lorsque celle-ci devient rare, **elle contribue à stabiliser les marchés plutôt qu'à en amplifier les excès**.

Elle joue ainsi un rôle d'absorption du risque systémique, indispensable à la protection de l'épargne de long terme, et des épargnants.

Sortir de l'opacité de la gestion indicielle et benchmarkée

La gestion passive et la gestion active benchmarkée donnent aussi à l'épargnant une **illusion de simplicité et de transparence qui masque en réalité une partie significative des risques et des coûts (notamment pour la gestion benchmarkée).**

Dans l'univers obligataire, les prix sont souvent estimés et la réplication parfaite des indices est impossible. Les investisseurs passifs acceptent ainsi une **tracking-error structurelle** et **des coûts implicites** liés aux frictions de marché, aux **frais de roulement** et à la liquidité réelle des sous-jacents. La promesse de **réplication fidèle masque une mécanique complexe et imparfaite.**

En actions, la gestion benchmarkée et à faible tracking error présente des inconvénients : elle se contente souvent de suivre l'indice tout en facturant des **frais élevés**, **sans véritable différenciation**. Pour l'épargnant, il devient difficile de distinguer **une vraie démarche d'investissement d'une simple réplication d'indice déguisée.**

De son côté, **la gestion active assume des écarts mesurables par rapport aux indices**, notamment via une **Active Share élevée**, et **explicite ses choix d'allocation par des stratégies d'investissements établis**. Elle offre une **lecture claire** des sources de performance et une **transparence** accrue sur la **construction du portefeuille.**

Disposer d'une meilleure maîtrise du risque

Dès lors, là où la gestion indicielle subit le risque de marché, la gestion active l'assume, l'analyse et le pilote. Les portefeuilles de conviction acceptent le risque de manière délibérée et structurée. Chaque position repose sur une thèse d'investissement explicite et une analyse précise du couple rendement/risque. L'allocation est construite de manière disciplinée, en intégrant la taille des positions, la liquidité, les scénarios macroéconomiques et les facteurs de stress.

Cette approche permet **d'arbitrer en permanence entre opportunités de marché** et préservation du capital. Elle autorise des ajustements rapides en phase de tension et une réallocation progressive lorsque les primes de risque redeviennent attractives.

Dans un environnement marqué par la concentration, la procyclicité et l'opacité des flux indiciels, la gestion active constitue ainsi un outil de pilotage du risque systémique au service de l'épargne de long terme. Sur des périodes glissantes de cinq ans, les fonds affichant une Active Share élevée présentent donc généralement des performances plus solides et, souvent, une meilleure protection en phase baissière.

ANNEXES

ANNEXE 1 - Méthodologie et résultat du calcul de la surperformance de la véritable gestion active actions

Cette étude analyse les conditions dans lesquelles la gestion active délivre des résultats supérieurs à ceux des stratégies passives de référence. À partir de données glissantes sur cinq ans entre 2015 et 2024, nous examinons des fonds actions de grandes capitalisations européennes, émergentes et mondiales, avec des encours moyens supérieurs à 300 M€.

Dans un environnement d'architecture ouverte et de forte concurrence, les résultats montrent qu'une Active Share élevée, combinée à une distribution transfrontalière, est associée à des excès de rendement positifs et à une meilleure protection en phase baissière. L'analyse de régression met en évidence des seuils critiques d'Active Share — 71 % pour les actions européennes, 73 % pour les marchés émergents et 87 % pour les actions mondiales — en deçà desquels on constate une sous-performance. Cependant, c'est entre 80% et 100% d'active share, que l'on note une maximisation de la surperformance à hauteur de +0.7% annualisé en moyenne.

Ces conclusions fournissent un cadre opérationnel pour la sélection de fonds et soulignent l'importance (i) d'une gestion active de conviction et (ii) de l'ouverture de l'architecture de distribution comme déterminants de la performance durable.

Méthodologie :

- Indicateurs observés : excès de rendement (net de frais), *drawdown* maximal (perte maximale) et *downside capture* (ratio de capture à la baisse), chacun mesuré sur des périodes glissantes de cinq ans.
- Période d'analyse : janvier 2015 à décembre 2024, couvrant six fenêtres glissantes de cinq ans.
- Indices de référence : MSCI Europe, MSCI Emerging Markets, MSCI All Country World.
- Sélection des fonds : seuls les fonds présentant un encours moyen ≥ 300 M€ ont été retenus.

Sur les actions de grandes capitalisations européennes, émergentes et mondiales, les fonds combinant une taille critique (encours ≥ 300 M€) et une Active Share élevée surperforment de manière systématique leurs pairs à plus faible Active Share. Les avantages de performance se traduisent par des excès de rendement positifs et, dans de nombreux cas, de meilleurs indicateurs de risque en phase baissière.

Les fonds transfrontaliers[16] ou européens surperforment systématiquement les fonds locaux en termes d'excès de rendement et de *downside* capture, soulignant la pertinence de l'indépendance de la distribution comme filtre de qualité économique.

Actions européennes

- Les fonds transfrontaliers avec une Active Share supérieure à 80 % ont généré un excès de rendement annualisé moyen de 0,70 % et des drawdowns plus limités que leurs pairs à plus faible Active Share ou purement locaux.

[16] Fonds dont les encours ne proviennent pas d'un seul pays.

- L'analyse de régression identifie un seuil minimum de 71 % d'Active Share, en deçà duquel l'excès de rendement moyen devient négatif (pour rappel, c'est entre 80% et 100% d'active share, que l'on note une maximisation de la surperformance à hauteur de +0.7% annualisé en moyenne).

Fonds transfrontaliers — Performances par tranche d'Active Share

Fonds actions européennes, encours ≥ 300 M€ · Périodes glissantes 2015–2024

Indicateur	Tranche d'Active Share (%)		
	80–100	60–80	40–60
Surperformance annualisée (%)	+0,70	–0,53	–0,06
Perte maximale (%)	–33,47	–34,11	–34,98
Ratio de capture à la baisse	99,89	100,93	106,08

Un ratio de capture à la baisse inférieur à 100 indique que le fonds perd moins que son indice lors des phases baissières.

Fonds distribués dans un seul pays — Performances par tranche d'Active Share

Fonds actions européennes, encours ≥ 300 M€ · Périodes glissantes 2015–2024

	Tranche d'Active Share (%)		
	80–100	60–80	40–60
Surperformance annualisée (%)	–0,56	–0,66	–1,65
Perte maximale (%)	–34,15	–33,19	–32,94
Ratio de capture à la baisse	108,30	99,68	102,54

Un ratio supérieur à 100 indique que le fonds perd davantage que son indice lors des phases baissières.

Sur les actions européennes, les fonds transfrontaliers présentant une Active Share élevée (> 80 %) ont généré en moyenne un excès de rendement annualisé de 0,70 %, un drawdown maximal plus limité et un meilleur profil de protection en phase baissière, par rapport (1) aux fonds à plus faible Active Share et (2) aux fonds locaux, quel que soit par ailleurs leur degré de gestion active.

Cette relation permet d'identifier un « point optimal » situé à 71 % d'Active Share, en deçà duquel l'excès de rendement moyen est négatif.

Les clients investisseurs devraient donc concentrer leur attention sur les fonds présentant une Active Share d'au moins 71 %.

Méthodologie

Indicateurs observés :

- Excès de rendement (ou surperformance annualisée) : calculé comme le rendement annualisé de la part sélectionnée, net de frais, diminué du rendement annualisé de l'indice de référence, sur une période donnée de cinq ans.
- Drawdown maximal : correspond à la plus forte baisse entre un point haut et un point bas de la valeur de la part sélectionnée sur une période donnée de cinq ans.
- Down capture ratio : correspond au ratio entre le rendement moyen de la part sélectionnée et le rendement moyen de l'indice de référence durant les périodes où ce dernier affiche une performance négative.

Période d'observation
Les indicateurs ci-dessus ont été observés sur des périodes glissantes de cinq ans entre le 01/01/2015 et le 31/12/2024.

Cela signifie qu'un fonds lancé avant le 01/01/2015 voit ces trois indicateurs mesurés et observés à six reprises :

- entre le 01/01/2015 et le 31/12/2019
- entre le 01/01/2016 et le 31/12/2020
- entre le 01/01/2017 et le 31/12/2021
- entre le 01/01/2018 et le 31/12/2022
- entre le 01/01/2019 et le 31/12/2023
- entre le 01/01/2020 et le 31/12/2024

L'Active Share est calculée par rapport à l'indice de référence et observée au début de chaque période glissante.

Indices de référence
Indice utilisé pour l'Europe : MSCI Europe

Les encours sous gestion correspondent à la moyenne des actifs sous gestion sur la période glissante de cinq ans observés. Seuls les fonds dont les encours moyens sont supérieurs à 300 M€ sur les périodes étudiées ont été retenus. Ce seuil correspond au standard de taille reconnu par l'industrie à partir duquel un fonds est considéré comme investissable par la majorité des institutions financières.

L'exclusion des fonds de plus petite taille permet également d'obtenir des données plus robustes, les fonds plus petits introduisant souvent du bruit statistique et ne représentant pas la majorité des encours.

Biais de survivance
Tous les fonds, y compris ceux ayant été liquidés, sont inclus dans l'analyse afin de minimiser l'effet de biais de survivance.

Par ailleurs, les résultats sont agrégés à l'aide d'une moyenne pondérée par les actifs sous gestion (asset-weighted), plutôt qu'une moyenne simple (equal-weighted). Cette approche permet de refléter plus fidèlement l'expérience réelle des investisseurs, en accordant un poids plus important aux fonds représentant une part significative du marché. Cette approche permet également d'éviter que les résultats soient dominés par un grand nombre de petits fonds, souvent plus volatils, et garantit que l'analyse reflète la performance des fonds dans lesquels les investisseurs ont réellement alloué leur capital.

Elle permet ainsi d'évaluer la performance de la gestion active dans des conditions plus proches de la réalité économique des investisseurs.

Exclusions
Les fonds de fonds, fonds nourriciers (feeders), fonds ne disposant pas de données de portefeuille disponibles dans Morningstar ou ayant déclaré des portefeuilles erronés ont été exclus de l'analyse.

L’étude couvre trois univers d’investissement — Europe, Monde et marchés émergents — et les résultats sont calculés à partir de moyennes pondérées par les actifs sous gestion (asset-weighted) plutôt que de moyennes simples (equal-weighted), afin de refléter plus fidèlement la performance des fonds dans lesquels les investisseurs ont effectivement alloué leur capital.

ANNEXE 2 – Méthodologie et résultat du calcul de la surperformance de la véritable gestion active obligations

Le volet de notre étude consacrée à la gestion active obligataire porte sur les fonds à gestion active et les ETF spécialisés dans les obligations émises par des entreprises (« corporate bonds »).

Il est important de noter que, contrairement aux analyses appliquées ci-dessus à la gestion active de fonds actions, le concept d'Active Share n'est pas adapté au monde obligataire « corporate ». Les indices de crédit « corporate » ne sont pas directement investissables, car ils regroupent des milliers d'obligations aux profils de liquidité hétérogènes, avec un renouvellement fréquent lié aux maturités et nouvelles émissions, aux options de remboursement anticipé, ainsi que la coexistence de plusieurs titres par émetteur. Leur réplication exacte s'avère donc difficile. Dans ce contexte, les écarts par rapport aux indices peuvent traduire le plus souvent des contraintes structurelles et opérationnelles plutôt que de réels choix d'investissement actifs ou de réplication.

Les comparaisons et notre analyse quantitatve montrent que, dans la plupart des catégories obligataires (haut rendement américain, investment grade, dette en euro ou dette émergente), la gestion active est génératrice « d'alpha » en surperformant historiquement les ETFs et les fonds passifs.

1. Sélection des fonds obligataires

L'univers d'étude est constitué de fonds géré activement répondant à des critères précis afin d'assurer la comparabilité des résultats et d'éviter les biais liés à la taille, au style de gestion ou à la disponibilité des données.

Tout d'abord, seuls les fonds dont les actifs sous gestion (AUM) sont supérieurs à 50 millions sont retenus (en USD ou EUR selon la spécificité géographique). Ce seuil permet d'exclure les fonds trop petits, susceptibles de présenter des performances instables et de se concentrer sur des fonds ayant atteint une taille économiquement significative.

De plus, les fonds à courte duration ou datés sont exclus afin de limiter l'impact de la gestion du risque de taux à court terme et de se concentrer sur des stratégies d'investissement orientées vers la création de valeur à moyen et long terme.

Par ailleurs, seules les parts institutionnelles sont prises en compte. Ces parts présentent des frais de gestion plus faibles et qui permet une meilleure comparaison des performances nettes entre les fonds et les ETF.

2. Mesure et agrégation de la performance

La performance des fonds est mesurée à partir des rendements observés sur la période étudiée, exprimés en pourcentage et nets de frais de gestion. Pour chaque catégorie, l'écart de rendement est calculé comme la différence entre les rendements des ETF et ceux des fonds à gestion active.

Afin de refléter le poids économique réel de chaque fonds dans l'univers étudié, la performance moyenne est calculée à l'aide d'une moyenne pondérée par les actifs sous gestion (AUM). Cette approche permet d'accorder une importance plus grande aux fonds représentant une part significative du marché, tout en limitant l'influence disproportionnée de fonds de petite taille.

Les fonds ne disposant pas de données de performance sur la période considérée (en raison d'une création postérieure) sont exclus du calcul afin d'éviter toute dilution artificielle des résultats. La période d'analyse est de décembre 2015 à décembre 2025, sur cinq fenêtres glissantes (1, 3, 5, 7 et 10 ans).
Les fonds de fonds et "feeder funds" sont exclus de l'analyse.

Euro Investment Grade

Average Cumulative Returns

	Expense Ratio	Cumulative Returns				
		1-Year	3-Year	5-Year	7-Year	10-Year
All EUR IG ETFs	**0.09%**	**3.5%**	**14.7%**	**(1.1%)**	**7.1%**	**11.0%**
Active EUR IG Managers	**0.47%**	2.8%	17.0%	0.1%	12.9%	21.4%
ETFs Return Difference vs. Active Funds	***(0.38%)***	***0.7%***	***(2.2%)***	***(1.2%)***	***(5.8%)***	***(10.4%)***
Bloomberg Euro-Aggregate: Corporates Index		3.0%	16.0%	(0.2%)	9.0%	15.5%
ETFs Return Difference vs. Benchmark		***0.5%***	***(1.3%)***	***(0.9%)***	***(1.9%)***	***(4.4%)***

Source : Bloomberg, données arrêtées au 31 décembre 2025. Les valeurs entre parenthèses indiquent une sous-performance.

US Investment Grade

Average Cumulative Returns

	Expense Ratio	Cumulative Returns				
		1-Year	3-Year	5-Year	7-Year	10-Year
All US IG ETFs	**0.15%**	**7.8%**	**18.4%**	**(2.8%)**	**25.3%**	**36.6%**
Active US IG Managers	**0.25%**	8.3%	20.1%	2.0%	26.0%	38.3%
ETFs Return Difference vs. Active Funds	***(0.10%)***	***(0.5%)***	***(1.6%)***	***(4.9%)***	***(0.8%)***	***(1.7%)***
Bloomberg US Corporate Bond Index		7.8%	19.0%	(0.4%)	25.3%	38.0%
ETFs Return Difference vs. Benchmark		***0.0%***	***(0.6%)***	***(2.4%)***	***(0.1%)***	***(1.3%)***

Source : Bloomberg, données arrêtées au 31 décembre 2025. Les valeurs entre parenthèses indiquent une sous-performance.

US High-Yield

Average Cumulative Returns

	Expense Ratio	Cumulative Returns				
		1-Year	3-Year	5-Year	7-Year	10-Year
All US HY ETFs	**0.28%**	**8.5%**	**31.2%**	**23.5%**	**48.5%**	**73.6%**
Active US HY Managers	**0.48%**	8.5%	26.3%	26.3%	52.7%	80.9%
ETFs Return Difference vs. Active Funds	***(0.20%)***	***(0.0%)***	***0.5%***	***(2.8%)***	***(4.2%)***	***(7.3%)***
Bloomberg US Corporate High Yield Bond Index		8.6%	32.6%	24.7%	52.6%	88.2%
ETFs Return Difference vs. Benchmark		***(0.2%)***	***(1.5%)***	***(1.2%)***	***(4.1%)***	***(14.6%)***

Source : Bloomberg, données arrêtées au 31 décembre 2025. Les valeurs entre parenthèses indiquent une sous-performance.

Euro High Yield

Average Cumulative Returns

	Expense Ratio	Cumulative Returns				
		1-Year	3-Year	5-Year	7-Year	10-Year
All EUR HY ETFs	**0.30%**	**5.4%**	**23.4%**	**15.1%**	**28.6%**	**37.7%**
Active EUR HY Managers	**0.55%**	5.4%	27.2%	18.6%	33.8%	50.5%
ETFs Return Difference vs. Active Funds	***(0.25%)***	***(0.0%)***	***(3.8%)***	***(3.5%)***	***(5.1%)***	***(12.8%)***
Bloomberg Pan-European High Yield Index Hedged		5.3%	27.6%	18.4%	34.9%	51.3%
ETFs Return Difference vs. Benchmark		***0.1%***	***(4.3%)***	***(3.3%)***	***(6.3%)***	***(13.6%)***

Source : Bloomberg, données arrêtées au 31 décembre 2025. Les valeurs entre parenthèses indiquent une sous-performance.

Emerging Markets Debt

Average Cumulative Returns

	Expense Ratio	Cumulative Returns				
		1-Year	3-Year	5-Year	7-Year	10-Year
All EM Debt ETFs	**0.34%**	**14.6%**	**31.4%**	**5.4%**	**26.0%**	**44.2%**
Active EM Debt Managers	**0.70%**	14.4%	34.2%	12.6%	35.6%	61.5%
ETFs Return Difference vs. Active Funds	***(0.37%)***	***0.3%***	***(2.8%)***	***(7.2%)***	***(9.6%)***	***(17.3%)***
Bloomberg EM Hard Currency Aggregate Index Returns		11.1%	28.9%	7.7%	29.7%	50.4%
ETFs Return Difference vs. Benchmark		***3.5%***	***2.5%***	***(2.3%)***	***(3.8%)***	***(6.2%)***
Bloomberg EM USD Aggregate: Sovereign Index Returns		13.1%	34.0%	8.3%	29.1%	47.8%
ETFs Return Difference vs. Benchmark		***1.5%***	***(2.6%)***	***(3.0%)***	***(3.2%)***	***(3.6%)***

Source : Bloomberg, données arrêtées au 31 décembre 2025. Les valeurs entre parenthèses indiquent une sous-performance.

ANNEXE 3 – Les limites de la gestion passive

Les véhicules passifs (fonds indiciels et ETF) constituent des outils remarquables pour obtenir une exposition large et à faible coût. Ils offrent liquidité et efficacité fiscale dans de nombreuses juridictions. Mais ils ne participent ni à la découverte des prix, ni au financement primaire, ni à l'ajustement des portefeuilles face à l'évolution des risques. Les indices pondérés par la capitalisation, pilier de l'investissement passif, dirigent mécaniquement davantage de capitaux vers ce qui est déjà dominant, sans considération pour la dynamique fondamentale réelle.

Au cours des vingt dernières années, la gestion passive a connu une croissance spectaculaire : aux États-Unis, les fonds passifs représentent désormais plus de la moitié des encours de la gestion d'actifs, et quasiment 30% en Europe. Cette montée en puissance, conjuguée à la nature automatique des flux passifs, soulève des questions majeures sur la stabilité du système financier et sur l'efficience des marchés.

Les produits passifs constituent d'excellents instruments d'exposition à une classe d'actifs donnée, mais ils ne financent que peu les entreprises. Les investisseurs actifs, eux, accompagnent les sociétés à ces étapes clés.

Un marché sain repose sur une allocation du capital éclairée, et non sur une mécanique de flux déconnectée des réalités économiques.

1. Le mythe du "marché toujours juste" et le rôle du temps

Le « marché » n'est rien d'autre que la somme des émotions changeantes des investisseurs à un moment précis. Les prix peuvent s'envoler dans l'euphorie ou plonger dans la peur, propulsant certaines valeurs vers des sommets injustifiés tout en délaissant des entreprises solides. Investir, ce n'est pas spéculer : c'est allouer du capital dans la durée.

L'arbitrage temporel est un avantage réel : sur le très court terme, le marché peut avoir raison pour fixer un prix transactionnel ; mais sur le long terme, comme l'a dit Warren Buffett, il transfère la richesse des impatients vers les patients. Les gérants actifs à forte conviction se positionnent précisément du bon côté de cette équation.

2. Risques systémiques liés à la concentration et aux flux mécaniques

- Les marchés financiers remplissent trois fonctions essentielles :
    - Financer la croissance des entreprises, grâce aux introductions en bourse, augmentations de capital et restructurations ;
    - Offrir de la liquidité aux agents économiques, permettant aux entreprises et aux investisseurs d'échanger leurs titres facilement ;
    - Assurer la découverte des prix, c'est-à-dire une fixation transparente et efficace des valeurs.

Or, la montée en puissance des flux passifs tend à amplifier la procyclicité et la volatilité : les achats déclenchent d'autres achats dans les phases de hausse, tandis que les rachats massifs entraînent des ventes automatiques lors des corrections, sans lien avec les fondamentaux.

La concentration des indices accentue encore le phénomène : les actions américaines représentent aujourd'hui près des trois quarts du MSCI World, et les dix premières capitalisations pèsent à elles seules plus d'un tiers de l'indice, un niveau d'homogénéité sectorielle inédit. Cette concentration renforce l'effet momentum, polarise les marchés et expose aux mêmes risques tous les épargnants détenant un ETF aux mêmes méga capitalisations américaines.

Résultat : la liquidité se raréfie sur le reste du marché, notamment sur les petites et moyennes capitalisations, ainsi que sur d'autres zones géographiques comme l'Europe ou les marchés émergents. Ces déséquilibres amplifient les chocs de marché : les flux d'ETF favorisent les comportements mimétiques et les mouvements synchronisés.

Les structures passives, en particulier les ETF, peuvent donc propager les crises de liquidité au lieu de les absorber.

En période stable, les ETF apportent de la liquidité grâce aux arbitrages et à la transparence des prix ; mais en période de tension (comme lors des turbulences des ETF obligataires en mars 2020) la liquidité disparaît et les cours des ETF s'écartent fortement de leur valeur liquidative. Le mécanisme d'arbitrage censé maintenir cet équilibre peut alors se gripper, transmettant la volatilité d'un marché à l'autre.
La montée des ETF complexes (à effet de levier, synthétiques, investis sur des actifs peu liquides) introduit des risques systémiques cachés : volatilité intra journalière accrue, dépendance à des contreparties, et coussins de liquidité insuffisants.

3. Déclin de l'efficience et de la valeur informationnelle des marchés

De nombreuses études démontrent que l'essor de la gestion passive fragilise la découverte des prix. Les investisseurs passifs ne réalisant pas d'analyse fondamentale, la proportion de transactions « informées » diminue, rendant les marchés moins réactifs aux signaux économiques réels.

Une recherche menée par Israel, Lee et Sridharan (2017)[17] met en évidence le « côté obscur des ETF » : une détention passive excessive s'accompagne d'erreurs de valorisation plus fréquentes, de réactions plus faibles aux résultats d'entreprise et d'une baisse globale de l'efficience informationnelle.

Lorsque trop d'acteurs allouent le capital de manière mécanique, les prix reflètent davantage les flux que les fondamentaux. Ce glissement compromet le rôle essentiel des marchés : orienter le capital vers les projets les plus productifs.

4. Les fonds passifs ne participent pas au financement de la croissance des entreprises européennes

Les fonds indiciels et les ETF ont pour objectif de répliquer la performance d'indices boursiers. Par construction, ils investissent donc principalement dans des entreprises déjà cotées et déjà intégrées dans ces indices.

[17] Israeli, D., Lee, C. M. C., & Sridharan, S. A. (2017). *Is There a Dark Side to Exchange Traded Funds? An Information Perspective.* Review of Accounting Studies, 22(3), 1048-1083.

Ils interviennent peu lors des introductions en bourse, et seulement par nécessité (de rester « benchmarké ») dans des augmentations de capital ou des opérations de financement primaire, qui permettent aux entreprises de lever des ressources nouvelles pour investir, innover ou se développer.

Autrement dit, les stratégies passives ne financent pas directement la croissance des entreprises : elles se contentent essentiellement de réallouer des titres existants entre investisseurs sur le marché secondaire.

À l'inverse, la gestion active joue un rôle central dans le financement primaire de l'économie. Par leur travail d'analyse et de sélection, les gérants actifs participent aux introductions en bourse, soutiennent activement les augmentations de capital et accompagnent les entreprises dans les phases clés de leur développement.

La montée en puissance de la gestion passive modifie donc progressivement le rôle des marchés financiers. À mesure que l'épargne est orientée vers des stratégies indicielles, une part croissante du capital se contente de suivre mécaniquement la composition des indices plutôt que d'être allouée vers les projets économiques les plus porteurs.

Ce déplacement de l'épargne contribue à affaiblir la fonction première des marchés de capitaux : relier l'épargne longue au financement de la croissance des entreprises.

Dans ce contexte, de nombreuses entreprises restent privées plus longtemps et se tournent davantage vers les financements issus du private equity pour soutenir leur développement. Ce phénomène réduit progressivement le rôle des marchés publics dans le financement de l'économie réelle et transforme leur fonction économique.

Pour l'Europe, l'enjeu dépasse la seule question de la performance financière. Il concerne la capacité du continent à maintenir un écosystème d'investissement capable de financer ses entreprises, son innovation et ses transitions industrielles et environnementales.

Ce désengagement se traduit par une baisse du financement primaire sur les marchés publics. De plus en plus d'entreprises restent privées plus longtemps, profitant d'un afflux de capitaux issus du private equity. En conséquence, le rôle traditionnel des marchés (relier l'épargne au financement de l'économie réelle) s'affaiblit.

Lexique

Gestion active (véritable)

La **gestion active** est une stratégie d'investissement fondée sur une **analyse fondamentale approfondie, des convictions fortes et une allocation du capital réellement indépendante des indices de référence**.
Elle se caractérise par une **différenciation significative du portefeuille par rapport à l'indice**, mesurée notamment par un niveau élevé d'**Active Share**, indicateur qui mesure l'écart entre la composition du portefeuille et celle de l'indice.

Dans cette approche, le gérant **sélectionne activement les titres et construit le portefeuille selon ses analyses économiques et financières**, plutôt que de se caler sur la composition d'un indice. Cette indépendance permet de générer de la surperformance et d'allouer le capital vers les entreprises jugées les plus créatrices de valeur, et de mieux gérer les risques.

Gestion active Benchmarkée ou Semi-passive

La **gestion active benchmarkée** est une forme de gestion qui se présente comme active mais qui **reste très proche de l'indice de référence**.
Le portefeuille est construit **autour d'un benchmark**, avec seulement des écarts marginaux par rapport à celui-ci.

Elle se caractérise généralement par :

- une **faible tracking error**,
- une **faible Active Share**,
- une gestion consistant surtout à **dévier légèrement autour de l'indice** plutôt qu'à s'en affranchir réellement.

Dans ce cadre, la gestion benchmarkée reproduit en grande partie la performance de l'indice tout en facturant des frais de gestion actifs, ce qui limite fortement sa capacité à générer de la surperformance.

Gestion passive

La **gestion passive** consiste à **répliquer le plus fidèlement possible la performance d'un indice de marché** (par exemple MSCI World, S&P 500, etc.).

Le gestionnaire ne cherche pas à sélectionner activement des titres ni à battre l'indice. Il applique une stratégie de **réplication indicielle**, généralement via des fonds indiciels ou des ETF, en reproduisant la composition et la pondération de l'indice.

L'investissement est donc réalisé **de manière mécanique et automatique**, sans analyse fondamentale. L'objectif principal est d'obtenir l'exposition au marché **au coût le plus faible possible**.