

La main invisible du marché

Le triomphe de la gestion passive

Et d'une vision de long terme de l'investissement

BERTRAND JACQUILLAT

Le Département britannique des collectivités locales qui supervise la gestion de 89 fonds de retraite de ses fonctionnaires pour un montant total de 250 Mds€ vient de décider de leur transfert d'un mode de gestion active à un mode de gestion passive. Cette décision reflète une montée généralisée dans le monde de la gestion passive via des ETF et autres trackers.

Le mode opératoire des fonds de gestion passive les distingue des fonds de gestion active dont les gérants cherchent à sélectionner des classes d'actifs et/ou des titres individuels qui performant mieux que la moyenne. Ce faisant, ces derniers facturent des frais de gestion élevés et sur la distance cela peut faire la différence : 100 000€ investis à 6% deviennent 535 000€ après 30 ans s'ils n'ont été amputés que de 0,25% de frais de gestion annuels, mais se réduisent de presque de moitié si les honoraires de gestion annuels s'élèvent à 1,9%. Ce chiffre de 1,9% n'est pas pris au hasard puisque les honoraires de gestion des fonds mutuels américains s'élèvent à 1,4%, auxquels il faut ajouter environ 0,50% de frais de transactions. Cette perte de presque de moitié d'un capital sur 30 ans par rapport à des frais de gestion normaux est supérieure à (presque) toute perte due à un krach sur un marché d'actions dans l'histoire contemporaine.

Ainsi, le chiffre d'affaires de l'industrie de la gestion d'actifs qui a réussi à convaincre les investisseurs qu'il était important de faire tourner leur portefeuille pour battre le marché est passé aux Etats-Unis de 0,24% en 1980 à 2,44% en 2007 du

PIB américain, soit une multiplication par plus de 10. C'est un peu plus que la sous-performance moyenne des portefeuilles américains par rapport à leurs indices de référence.

Cette frénésie de transactions est aujourd'hui tellement ancrée dans les esprits que même un spécialiste aussi averti et auteur prolifique que Michael Lewis prend pour cible dans son dernier ouvrage *Flash Boys* le High Frequency Trading (HFT), qui ne peut abuser les investisseurs naïfs que grâce aux gérants qui font tourner leurs portefeuilles.

Le dernier Prix Nobel d'économie, Eugène Fama, père de la théorie de l'efficacité des marchés financiers, n'a pas réussi à convaincre le public de revenir à leur fonction originelle qui est l'investissement à long terme, tel qu'il est pratiqué avec succès par l'investisseur le plus admiré au monde, Warren Buffett et sa politique de "Buy and Hold". Mais la progression impressionnante des ETF, les contraintes réglementaires qui ne manqueront pas de s'exercer sur le HFT, auront pour conséquences la baisse des honoraires de gestion, la concentration de l'industrie de la gestion active, la baisse de la rotation des portefeuilles et corrélativement l'allongement de l'horizon d'investissement des opérateurs avec une vision de long terme.

Le mode opératoire des fonds de gestion passive les distingue des fonds de gestion active dont les gérants cherchent à sélectionner des classes d'actifs et/ou des titres individuels qui performant mieux que la moyenne.

Ma très chère banque

La capture des régulateurs

La puissance de feu des lobbies financiers à Bruxelles: une force de frappe qui interroge la démocratie

LAURENCE SCIALOM,

Professeure à l'Université Paris Ouest Nanterre La Défense, *EconomiX UMR 7235 CNRS*

Le think tank européen Corporate Europe Observatory a publié récemment un rapport – *"The fire power of the Financial Lobby"* – essayant de quantifier le poids des lobbies financiers à Bruxelles. Sa lecture est édifiante et interroge à la veille des élections européennes sur le contrôle démocratique de la finance. Les auteurs du rapport précisent la méthodologie employée et les obstacles à la collecte exhaustive de l'information auxquels ils ont été confrontés. L'enregistrement sur le registre de transparence des organismes agissant comme lobbyistes n'étant pas obligatoire mais volontaire, le recensement est compliqué et nécessairement incomplet. Pourtant les forces en présence sont déjà impressionnantes : la finance emploie 1 700 lobbyistes et dépense plus de 120 millions d'euros par an pour peser sur le processus d'élaboration des législations financières... Les chiffres présentés dans le rapport sont d'après les auteurs les plus "conservateurs" et donc sous-estiment la "puissance de feu" réelle du lobby financier. Cette influence se retrouve à toutes les étapes du processus législatif (Commission, Parlement européen) mais affecte aussi les organes consultatifs officiels et autres groupes d'experts (Derivative Expert Group ou European Securities Market Group, etc.), dans lesquels leur présence est tout à fait dominante voire exclusive. La pression est telle que le commissaire européen Michel Barnier a estimé nécessaire en décembre dernier de demander formellement à tous les employés de la DG "Marché intérieur et services" de ne plus rencontrer les lobbyistes de la banque et de la finance. Cette initiative en dit plus long que bien des discours...

Cette quantification de la capture des régulateurs qui frappe déjà les esprits n'est malheureusement que la face émergée de l'iceberg, comme l'explique le récent ouvrage de C.

Chavagneux et T. Philipponnat *La Capture*. Ils montrent que si l'action des lobbies est aussi efficace, c'est qu'au-delà des ressources humaines et financières considérables que ceux-ci engagent, ils trouvent bien souvent un terrain idéologique qui légitime leur position et entrave l'élan réformateur des politiques. Les mécanismes d'influence revêtent des spécificités nationales et ne passent pas uniquement par des canaux formels et quantifiables. En Allemagne, la capture est essentiellement politique du fait de la grande proximité entre les élus et les banques locales, en Grande-Bretagne elle est intellectuelle et commerciale, en France, plus insidieuse, passant par la consanguinité massive entre la haute administration et les dirigeants de nos grandes banques que l'on nomme pudiquement le pantouflage. Ou quand l'intérêt individuel bien compris – un avenir confortable dans l'industrie qu'on contrôle ou dont on élabore le cadre d'activité – se heurte à la défense de l'intérêt général...

Face à ce déséquilibre des forces entre des lobbies financiers hyper-puissants et une société civile qui peine à faire entendre sa voix et ses intérêts sur les questions de régulation financière, il est essentiel que le prochain Parlement européen encadre plus strictement l'action des lobbies et promeuve un cadre contraignant de gestion des conflits d'intérêt. Sur ces deux dossiers, la simple contrainte à une plus grande transparence serait déjà une belle avancée.

En Allemagne, la capture est essentiellement politique du fait de la grande proximité entre les élus et les banques locales, en Grande-Bretagne elle est intellectuelle et commerciale, en France, plus insidieuse, passant par la consanguinité massive entre la haute administration et les dirigeants de nos grandes banques que l'on nomme pudiquement le pantouflage.

Grandes manœuvres

La foire aux acquisitions ne fait que commencer

Selon une logique qui doit plus au contexte financier et fiscal que simplement industriel

PARTICK ARNOUX

Il faut s'attendre à assister à de vastes opérations de fusions ou d'acquisitions dans les semaines à venir. Après les prémices de ces dernières semaines, elles vont se multiplier. Cette prévision simpliste – du genre météo – ne doit rien à l'évolution du climat probable des affaires ni à une embellie du business ou même à de pertinentes logiques industrielles. Les grandes manœuvres à venir doivent bien davantage à des ressorts purement financiers qui tiennent à un certain nombre de constats. L'argent si peu cher et abondant, cherchant de surcroît à s'investir, est l'un des plus importants.

Le retour du levier de la dette

Mais il en est un beaucoup moins évoqué, le recours au levier de la dette quelque peu délaissé. Le taux d'endettement net moyen est ainsi passé de 70-80% à 40% aujourd'hui. Comme le souligne Patrick Legland, directeur de la recherche à la Société Générale dans une tribune des *Echos*, "cette baisse de l'effet de levier a entraîné une détérioration importante de la rentabilité des capitaux propres ou "ROE" de 17-18% avant la crise à 12-13%." Voilà pourquoi, dans un contexte d'argent abondant, si bon marché, les entreprises veulent augmenter la dette financière dans leur bilan afin d'accroître l'effet de levier. Finançant ainsi leurs acquisitions par de l'endettement, les groupes gagnent sur deux tableaux : ils augmentent leur fameux ROE tout en procurant aux investisseurs une rentabilité de capitaux propres en croissance, l'un des éléments déterminants pour la valorisation des actions. Jusqu'à présent ce levier de la dette n'a pas vraiment été sollicité. Ce qui est en train de changer. Sur les marchés obligataires, les investisseurs stimulent les entrepreneurs et les poussent au deal. Ce n'est pas Patrick Drahi, réussissant à y lever sans difficulté 12 milliards pour acheter plus gros que Numéricable, l'opérateur SFR, qui dira le contraire, son opération ayant été sur-souscrite à hauteur de 70 milliards.

L'abondance de liquidités

D'autres paramètres – tous aussi financiers – permettent de comprendre l'évolution prévisible de cette vague d'achats. Comme les liquidités particulièrement opulentes de l'autre côté de l'Atlantique. Selon Moody's, les groupes composant l'indice américain étaient fin 2013 à la tête de 1 640 milliards de dollars. L'américain Pfizer n'a-t-il pas proposé 106 milliards de dollars aux actionnaires du britannique AstraZeneca ? Et Patrick Kron n'a-t-il pas négocié un deal de 15 milliards avec General Electric pour la cession du trois quarts des activités d'Alstom ? Selon le *Financial Times*, une accélération de ces mouvements offensifs, parfois hostiles, est tangible avec déjà plus de 174 milliards de dollars en fusions et acquisitions en trois mois, soit une augmentation de plus de 65% en un an. Mieux, au cours de ces quatre derniers mois, les entreprises ont investi près de 1 000 milliards de dollars en acquisitions selon Dealogic, montant supérieur de 45% à celui des quatre premiers mois de 2013. Les prémices des grandes manœuvres à l'horizon ne manquent déjà pas de panache, notamment dans la "pharma" : Valeant lance une OPA sur Allergan pour 45,7 milliards de dollars tandis que Novartis achète à GSK sa division oncologie pour 16 milliards de dollars. Eli Lilly va racheter le pôle de santé animale du même Novartis pour un peu plus de 5 milliards de dollars.

L'effet d'aubaine fiscal

Malgré la forte cote actuelle de l'euro, les investissements américains en Europe ont rarement été si puissants. Plus de 230 acqui-



GE, prêt à déboursier 16 milliards de dollars pour l'acquisition des turbines électriques d'Alstom, est actuellement à la tête de 70 milliards de "cash" (hors des Etats-Unis) qu'il n'a aucun intérêt à rapatrier.

tions signées depuis fin 2013 ! Dans les coulisses de cet enthousiasme, une motivation sobrement fiscale. Les vastes groupes américains ont engrangé des montages de liquidités hors de leurs frontières nationales, 2 000 milliards de dollars (General Electric, 57 milliards de dollars et Pfizer, 70) sur lesquels ils devraient payer 35% d'impôts en cas de rapatriement aux Etats-Unis. Voilà qui donne une grille de lecture différente à l'éventuelle entrée de Microsoft dans le capital de Dailymotion, de General Electric chez Alstom, etc.

De leur côté, les tiroirs-caisse des groupes allemands – 81 milliards d'euros disponibles du côté des entreprises du DAX selon Ernst & Young – pourraient également justifier de la part des BASF, Bayer et autres Siemens de spectaculaires prises de contrôle.

Le jeu ouvert du Cac 40

Voilà pourquoi la foire aux acquisitions ne fait que commencer, surtout si l'on sait que face à ces investisseurs potentiels, près de la moitié du CAC 40 a un actionariat particulièrement émietté. La structure du capital de Gemalto, Legrand, Total, Société Générale par exemple, en fait des proies fort tentantes. Et ce ne sont évidemment pas les fonds de pension tricolores, cruellement inexistantes, qui pourraient venir à la rescousse. Le futur siège social du groupe Holcim/Lafarge – fusion entre égaux à 32 milliards d'euros – s'installera prochainement en Suisse. Et les fleurons de notre économie dont les clients, les actionnaires et le chiffre d'affaires sont résolument hors de l'Hexagone pourraient alors expatrier le seul reliquat sur le sol français, leurs dirigeants, donc les centres de décision, sans que les gestions protectionnistes des politiques puissent y faire obstacle. Et inutile de plaider tous ces dossiers en évoquant d'abord les vertus des synergies industrielles, des compléments stratégiques, et des activités consolidées, tant la première logique ne répond qu'à une seule appellation : finance d'entreprise.

Les grandes manœuvres à venir doivent bien davantage à des ressorts financiers qui tiennent à un certain nombre de constats. L'argent si peu cher et abondant, cherchant de surcroît à s'investir, est l'un des plus importants.