

# LE GRAND DÉBAT

## L'année 2026 signera-t-elle le retour durable de l'intérêt pour les gestions actives ?

Après une année 2025 globalement favorable aux actifs risqués, mais marquée par une forte dispersion des performances et des épisodes de volatilité, la gestion active retrouve des arguments pour convaincre les investisseurs. Dans ce Grand Débat, Richard Pandevant (Exane AM), Michel Saugné (La Financière de l'Échiquier) et Adina Gurau Audibert (AFG) interrogent la durabilité de ce mouvement en 2026, dans un contexte de valorisations élevées, de concentration accrue des indices et d'incertitudes géopolitiques. Ces experts soulignent aussi les implications en termes de souveraineté du débat gestion active/passive. Enfin d'un point de vue statistique, la croissance des ETF sur les investissements en action contraste avec l'appétit des investisseurs pour une gestion active obligataire.



*Richard Pandevant,  
responsable ESG  
& co-gérant de la  
gamme actions  
européennes  
chez Exane Asset  
Management*



*Adina Gurau  
Audibert –  
directrice des  
expertises,  
AFG*



*Michel Saugné,  
CIO, La  
Financière de  
l'Échiquier*

**Dans quelle mesure l'environnement de marché observé en 2025 a-t-il favorisé un retour de la gestion active, tant en termes de performance que d'intérêt des investisseurs ?**

**Richard Pandevant, responsable ESG & co-gérant de la gamme actions européennes chez Exane Asset Management :** L'année 2025 a été positive, voire très positive, sur les marchés actions. Elle a été soutenue par de bonnes publications des entreprises et par un mouvement de revalorisation, mais elle a été aussi marquée par des à-coups de volatilité et surtout par une forte dispersion des performances. Cette dispersion s'est manifestée à plusieurs niveaux. D'abord entre pays, notamment au sein de l'Europe, avec des écarts parfois très marqués. Ensuite entre secteurs, avec par exemple le fort rebond du secteur bancaire. Et enfin à l'intérieur même des secteurs. Si l'on prend la technologie européenne, on observe des écarts très significatifs : ASML affiche une performance de + 37 % sur l'année, tandis que Dassault Systèmes recule de 28 %. Ces niveaux de dispersion créent naturellement un terrain favorable à la gestion active, car ils génèrent des opportunités de sélection, tant géographiques que sectorielles et intra-sectorielles.

**Michel Saugné, CIO, La Financière de l'Échiquier :** Nous partageons largement ce constat. 2025 a été une bonne, voire très bonne année pour la plupart des classes d'actifs, en particulier pour les actions, avec des performances à deux chiffres sur de nombreux marchés, notamment en Europe et dans les pays émergents. 2025 a également été une année heurtée, marquée par la montée progressive et parfois brutale de l'incertitude. Ce qui n'a pas changé en 2025, c'est d'abord un cycle économique qui continue de s'étendre. Cela fait désormais trois ans que l'on anticipe une récession qui ne se matérialise pas. Autre élément inchangé : la domination des Big Tech aux Etats-Unis. En Europe, c'est la domination des valeurs « value » et du secteur bancaire qui s'est encore renforcée. 2025 a ainsi signé la meilleure année pour le style value depuis plus de quinze ans. Et la politique de baisse des taux menée par les grandes banques centrales occidentales, en particulier la Réserve fédérale et la BCE, s'est poursuivie. En parallèle, les valorisations restent élevées par rapport aux moyennes historiques, notamment sur les actions de qualité. On observe ainsi un paradoxe : un niveau élevé d'incertitudes et de craintes, mais une économie qui résiste et des marchés qui tiennent bien. Parmi les éléments de rupture, citons le facteur Trump qui a mécaniquement généré une montée de l'incertitude, qui s'est traduite par une forte appréciation de l'or. Cette hausse d'environ 70 % est la plus forte progression depuis 1979. Cette dynamique reflète également une remise en question progressive de l'exceptionnalisme américain. Un autre événement majeur est susceptible de constituer un catalyseur important pour l'Europe en 2026 et au-delà : la fin du dogme de l'orthodoxie budgétaire allemande, portée par un nouveau chancelier, constitue en effet une rupture historique. Enfin, dernier point à mentionner parmi les évolutions récentes, l'apparition de signaux d'alerte sur de possibles bulles, notamment dans le crédit privé.

**Richard Pandevant :** Dans les épisodes de volatilité que j'évoquais tout à l'heure, il y a bien sûr l'ensemble des annonces liées à la politique commerciale américaine, y compris celles formulées de manière très spectaculaire lors de ce que l'administration a appelé le « Liberation Day ». En début d'année, un autre facteur de volatilité est apparu, davantage lié cette fois aux niveaux de valorisation dans l'intelligence artificielle (IA). A un moment donné, l'idée dominante était que pour développer certaines technologies, il fallait nécessairement investir des montants colossaux, en particulier pour les acteurs situés en amont de la chaîne de valeur, mais cette idée a été provisoirement remise en cause par les annonces de Deepseek, ce qui démontre une certaine nervosité liée au niveau de valorisation.

**Comment évaluez-vous le comportement des marchés depuis le début de l'année ?**

**Richard Pandevant :** La croissance des résultats des entreprises semble devoir se poursuivre. En revanche, le potentiel de re-rating nous paraît plus limité que ce qu'il a été récemment, même si la réallocation géographique a clairement bénéficié aux marchés européens. Il existe aujourd'hui davantage de marges de manœuvre sur les valorisations en Europe qu'aux Etats-Unis. Les marchés y sont également moins efficaces, ce qui crée, a priori, plus d'opportunités pour la gestion active. Par ailleurs, les marchés européens sont pour le moment moins impactés que les marchés américains par la gestion passive, et donc par le risque de concentration sur un nombre restreint de titres. Parmi les risques susceptibles de remettre en cause cette dynamique, il y a en premier lieu la politique commerciale américaine. Deux risques principaux en découlent : l'impact sur le commerce mondial et la transmission potentielle de l'inflation à certains secteurs. A cela s'ajoutent les valorisations élevées de l'IA et la concentration du risque sur un nombre limité de titres. Une déception sur l'une de ces valeurs peut entraîner des mouvements de marché extrêmement violents.

**Cette concentration a plutôt favorisé la gestion passive, quels sont les risques ?**

**Richard Pandevant :** Si l'on revient à l'opposition entre gestion active et gestion passive, la promesse initiale de la gestion passive reposait sur une diversification maximale, en offrant une exposition à des milliers d'entreprises à travers le monde, ce qui possède une réelle rationalité économique. Le paradoxe, aujourd'hui, est que certaines stratégies passives, notamment lorsqu'elles sont exposées aux Etats-Unis ou aux actions mondiales via des indices pondérés par la capitalisation, se retrouvent avec près de 70 % d'exposition aux Etats-Unis. Et au sein du marché américain, certaines années, sept titres concentrent plus de 100 % de la performance du S&P 500. Que ces entreprises soient de grande qualité, il n'y a aucun doute. En revanche, considérer que toutes les autres entreprises constituent de mauvais investissements paraît excessif. Nous pensons au contraire qu'il existe, tant aux Etats-Unis qu'en Europe, de nombreuses opportunités d'investissement permettant de se décorrélérer de ce risque de concentration. Enfin, un dernier point plus anecdotique : l'appellation « Magnificent Seven » donne l'illusion que ces sept entreprises sont comparables entre elles.

## Dispose-t-on d'éléments chiffrés permettant d'analyser l'évolution récente des flux dans les OPCVM, notamment entre gestion active et gestion indicielle ?

**Adina Gurau Audibert – directrice des expertises, AFG :**

Nous disposons de chiffres issus de l'EFAMA et de l'AFG arrêtés à fin septembre. Du côté de la France, les flux des OPCVM se sont majoritairement orientés vers les obligations avec + 11,4 milliards d'euros de souscriptions nettes sur l'année. Les fonds monétaires continuent également d'attirer des capitaux avec + 3,6 milliards. En revanche, sur les OPCVM actions, les flux sont négatifs, à hauteur de - 3,0 milliards d'euros. En termes de répartition des encours à fin septembre pour les OPCVM français, on observe 42 % en monétaire, 26 % en actions, 17 % en obligations et 15 % en fonds diversifiés. Au niveau européen, la situation est différente. Les flux obligataires sont également fortement positifs, à hauteur de + 221 milliards d'euros, et les OPCVM actions enregistrent des souscriptions nettes significatives de l'ordre de + 191 milliards d'euros. Au total, sur l'année, les ventes nettes d'OPCVM atteignent + 630 milliards d'euros, dont environ 40 % orientés vers les ETF. Si l'on zoome par classe d'actifs, on constate que sur les obligations, la gestion active demeure dominante avec + 183 milliards d'euros de souscriptions nettes contre seulement + 38 milliards pour les ETF. La situation s'inverse en revanche sur les actions où les ETF enregistrent environ + 200 milliards d'euros de souscriptions nettes, tandis que la gestion active affiche un solde négatif d'environ - 9 milliards. En matière de structure d'allocation en Europe, les actions représentent 46 % des encours, les obligations 24 %, les monétaires 13 % et les fonds diversifiés 17 %. La comparaison avec la France reste marquée, notamment sur la part conséquente du monétaire dans l'Hexagone. Ce constat est en apparence paradoxal : les actifs risqués se sont bien comportés, mais les flux ont continué à s'orienter principalement vers le monétaire et l'obligataire.

**Michel Saugné :** L'année a été séquencée en deux temps distincts, avec le retour en force des flux vers l'Europe et d'autres zones hors Etats-Unis, puis un recentrage en cours d'année sur la technologie américaine. Ce qui est marquant en ce début d'année c'est la très forte concentration des événements. Comme en 2025, l'action de Donald Trump est incontournable d'un point de vue géopolitique. C'est aussi le cas sur le plan de la politique intérieure américaine, avec l'accélération de l'exécutif. La raison est simple : les élections de mi-mandat approchent en fin d'année. Du côté des marchés, le message reste jusqu'ici très positif. En 2025, les marchés actions étaient en hausse partout dans le monde, et la dynamique se poursuit en ce début d'année, avec des performances se situant déjà entre 2 % et 7 % selon les zones géographiques. Dans le même temps, les spreads de crédit continuent de se resserrer et atteignent désormais des niveaux tendus, en particulier sur le segment high yield.

**Richard Pandevant :** Ce que vous décrivez crée effectivement, en ce début d'année, une situation assez paradoxale. D'un côté, la poursuite de la hausse des marchés incite à s'exposer

davantage aux actifs risqués. De l'autre, elle renforce le besoin de sélectivité, car certaines valorisations deviennent tendues, aussi bien sur le crédit que sur les actions. Ce qui est positif, y compris pour la gestion active, c'est que nous sortons progressivement du régime très atypique que nous connaissions depuis 2008, avec une normalisation des taux d'intérêt. En revanche, au sein même des marchés actions, et peut-être encore davantage qu'auparavant, il va falloir faire preuve d'une sélectivité accrue. La dispersion des performances et les écarts de valorisation imposent une approche beaucoup plus fine dans la construction des portefeuilles.

## Quels sont les moteurs de performance ?

**Michel Saugné :** Un des moteurs expliquant l'accélération des marchés actions en ce début d'année réside dans les phénomènes de rotation, déjà perceptibles en fin d'année dernière. En 2025, l'Europe a connu une année dominée par la value et par le secteur bancaire. En ce début de 2026, on observe en revanche un retour plus net de la croissance et de la qualité, avec moins de différenciation liée à la taille des capitalisations, aussi bien en Europe qu'aux Etats-Unis. On constate notamment un retour des small caps, avec une progression du Russell d'environ 4 % en quelques jours, devançant ainsi les autres indices. Dans le même temps, la value revient en force, tandis que les « Magnificent Seven », pour l'instant en retrait, évoluent dans un contexte de forte volatilité. Cette configuration explique la poursuite de la progression des marchés : le leadership s'élargit, ce qui soutient mécaniquement la hausse des marchés. La contrepartie de cette dynamique, après une période aussi longue de performances positives (en particulier sur le dernier mois, avec des gains compris entre 4 % et 7 % selon les indices), est claire : d'un point de vue technique, la plupart des marchés apparaissent surachetés, voire très surachetés. Le marché européen n'a d'ailleurs jamais été aussi acheté depuis dix ans, ce qui reste étonnant dans le contexte géopolitique et politique actuel.

**Richard Pandevant :** Ces rotations constituent effectivement un facteur de soutien important pour la gestion active. Il est plus facile de générer de la performance dans un environnement marqué par des rotations que dans un marché dominé par une tendance uniforme, où l'arbitrage via des ETF suffit souvent. De manière générale, les rotations, tout comme la dispersion des performances, créent des opportunités pour la gestion active, en permettant d'exprimer des convictions plus fines.

**Michel Saugné :** A l'inverse, lorsqu'il n'y a ni rotation ni dispersion, et que ce sont les mêmes valeurs qui progressent chaque jour un peu plus que les autres, l'environnement devient nettement plus défavorable pour les gérants actifs. De ce point de vue, si le contexte actuel est plutôt favorable, nous avons néanmoins le sentiment d'atteindre la fin d'une étape, d'un chapitre. Si l'on observe la politique monétaire, une grande partie du chemin a déjà été parcourue. Aux Etats-Unis, les baisses de taux semblent marquer une pause, dans l'attente d'une meilleure visibilité. La Fed est passée d'environ 5,50 % à 3,75 %.

## Données clés d'Exane Asset Management

- **Encours en gestion active** : 3,3 Md€ au 31/12/2025
- **Répartition actions/obligations** : 100 % actions (2/3 en long/short et 1/3 en long only)
- **Effectifs (gérants + analystes)** : 15
- **Performance d'un produit phare** : Exane Equity Select Europe (fonds actions européennes, part A) au 31/12/2025 : performance annualisée : 10,0 % avec une surperformance annualisée de 0,9 % sur son indice de référence depuis sa création le 30/12/2011 et un classement au sein de sa catégorie Morningstar dans le 8<sup>e</sup> percentile.
- **Philosophie d'investissement** : le fonds Exane Equity Select Europe correspond à une stratégie cœur de portefeuille sur les actions européennes combinant une sélection active de valeurs au sein de chaque secteur et une recherche de neutralité sur les autres risques par rapport à l'indice de référence.

Richard Pandevant dispose de 30 années d'expérience en finance, dont 23 années dans le secteur de l'asset management. Après une formation d'ingénieur (Ecole centrale de Lille, ingénieur-économiste de l'Ecole centrale de Paris) et différentes expériences au sein d'Oddo Asset Management, Aberdeen Standard et Schroders, il rejoint Exane Asset Management en 2015. Depuis janvier 2020, il est en charge de l'intégration ESG au sein d'Exane Asset Management. Depuis 2024, il est co-gérant de la gamme actions européennes. Il possède la certification CESGA®.

## Richard Pandevant, responsable ESG & co-gérant de la gamme actions européennes chez Exane Asset Management

“ La promesse initiale de la gestion passive reposait sur une recherche de diversification maximale, ce qui possède une réelle rationalité économique. Le paradoxe, aujourd'hui, est que de nombreuses stratégies passives voient l'essentiel de leur risque être concentré sur une poignée de titres, tous aux Etats-Unis et tous avec une forte dominante technologique. ”



En Europe, la BCE est passée de 4 % à 2 %, et ce mouvement paraît largement accompli. Deuxième constat : sur les marchés actions, les valorisations sont désormais élevées. Troisième constat : sur le crédit, les spreads sont très resserrés, proches de leurs plus bas historiques, et donc particulièrement tendus. Quelle que soit la classe d'actifs, les niveaux de valorisation sont aujourd'hui élevés. Cette situation est favorable à la gestion active, car son principal ennemi est un marché porté par un momentum excessivement positif, où la performance repose avant tout sur une exposition maximale au bêta, sans réelle réflexion sur la construction de portefeuille. Dans ces phases, les ETF paraissent comme une solution évidente : il suffit d'acheter les plus grosses capitalisations, les valeurs les plus performantes, parfois concentrées sur quelques titres.

### Faut-il jouer les facteurs ?

**Michel Saugné** : Les facteurs sont nécessaires mais insuffisants. Ils favorisent avant tout une lecture claire de son positionnement et permettent de vérifier sa cohérence avec notre compréhension du marché et de l'économie, ou, au contraire, si ce positionnement nécessite des ajustements. Aujourd'hui, nous ne sommes plus dans une configuration idéale pour revaloriser certains secteurs et décoter d'autres. Les valorisations des segments qui ont porté la récente performance sont désormais relativement étales. C'est précisément dans ce contexte que la gestion active peut se distinguer, car les choix deviennent beaucoup moins évidents.

**Richard Pandevant** : Effectivement, il ne s'agit plus simplement de s'exposer à des secteurs porteurs. Jusqu'à présent, sur les segments qui ont bénéficié de la tendance, l'ensemble des valeurs montait plus ou moins de concert. Dans ce contexte, le

stock picking avait un impact limité. Aujourd'hui, si la dynamique de marché est moins directionnelle, il devient nécessaire de générer davantage d'alpha et de réduire la dépendance au bêta. Nous sommes désormais dans un environnement où l'on peut toujours tenter d'anticiper la prochaine thématique porteuse, mais ce n'est pas l'approche que nous retenons chez Exane Asset Management. Nous avons fait le choix d'une allocation sectoriellement neutre. Nous n'essayons pas de deviner quel secteur va surperformer ou sous-performer. De la même manière, nous cherchons à rester neutres sur le plan factoriel, ce qui suppose un travail de mesure permanent. Chaque gérant conserve une liberté totale de stock picking au sein de son secteur, mais au niveau agrégé du portefeuille, nous veillons à ne pas concentrer le risque sur une thématique, un facteur ou un style particuliers.

### Peut-on dire que le retour de la gestion active tient avant tout à une gestion plus fine et plus active du risque ?

**Michel Saugné** : Oui, et cela ne signifie pas nécessairement qu'il faut prendre davantage de risques. Les tendances observées en ce début d'année peuvent se prolonger un certain temps. En revanche, compte tenu des niveaux de tension atteints sur certaines valorisations, une déception individuelle peut désormais avoir un impact significatif. A chaque période correspond une manière différente d'appréhender le risque. Dans un puissant cycle value, comme au début des années 2000, il n'y a aucune raison de ne pas s'y exposer pleinement. De la même façon, durant le cycle de croissance que nous avons connu pendant plus de dix ans, il existait une véritable prime à être fortement investi sur la croissance et la qualité. Aujourd'hui, ces deux super-cycles sont devenus plus incertains, ce qui



## GESTION D'ACTIFS

### Données clés d'AFG

- L'AFG accompagne depuis 60 ans les professionnels de la gestion d'actifs française. Elle compte 400 membres dont 330 sociétés de gestion qui représentent plus de 90 % des encours sous gestion.
- Marché de la gestion en France : 5 033 Md€ d'encours sous gestion (70 % fonds d'investissement, 30 % mandats de gestion) ; 2 701 Md€ d'encours investissement responsable selon la réglementation SFDR ; 1<sup>re</sup> place de l'Union européenne avec 31,4 % de part de marché (parmi les acteurs de l'UE) ; 695 sociétés de gestion.

**Adina Gurau Audibert,**  
directrice des expertises de l'AFG  
(Association française de la gestion financière)

“ La gestion active permet de changer de perspective, d'explorer de nouveaux univers et d'anticiper les futures dynamiques de marché. Cela repose en grande partie sur la recherche, qu'elle soit financière ou extra-financière. ”

Adina a rejoint l'AFG en juin 2009 et a été membre de janvier 2019 à juin 2024 du comité consultatif de l'Autorité européenne des marchés financiers - ESMA. Elle est Directrice des expertises de l'AFG regroupées au sein de trois pôles : gestions et risque, commercialisation, juridique. Précédemment, elle était analyste de risques dans la gestion alternative chez Allianz Alternative Asset Management, et auparavant responsable de la base benchmark et des normes GIPS chez Allianz Global Investors France. Elle est diplômée de l'IAE d'Aix-en-Provence, DESS management financier international (MSc).

constitue une configuration idéale pour que la gestion active puisse s'exprimer pleinement.

**Adina Gurau Audibert :** Le gérant actif cherche précisément à s'extraire des effets de mode et du momentum parfois irrationnel. Il peut agir dès les premiers signaux, ajuster ses portefeuilles, réduire l'exposition ou vendre certaines positions en amont d'un retournement, avant que la situation ne se dégrade fortement. Un autre atout fondamental de la gestion active est sa capacité à identifier les valeurs de demain. La gestion active permet de changer de perspective, d'explorer de nouveaux univers et d'anticiper les futures dynamiques de marché. Cela repose en grande partie sur la recherche, qu'elle soit financière ou extra-financière. Dans un environnement où la discrimination devient essentielle, cette recherche joue à plein. Or, ce n'est pas le rôle de la gestion passive de mener ce travail d'analyse approfondie.

### Les études ont-elles tranché entre la gestion active et la gestion passive ?

**Adina Gurau Audibert :** Il existe des périodes où la gestion active fonctionne mieux que la gestion passive. Certaines thématiques ou certains environnements lui sont plus favorables. Les études académiques, notamment celles menées sur différentes périodes de marché, montrent par exemple que lors de phases de stress, comme pendant la crise du Covid, la gestion active a su tirer son épingle du jeu grâce à sa capacité d'adaptation, là où la gestion indicielle se contente de suivre le marché.

**Richard Pandevant :** Si l'on se penche sur les études académiques et professionnelles, notamment celles de SPIVA ou le baromètre Morningstar sur la gestion active et la gestion passive, les conclusions sont relativement connues. A long terme, sur les actions européennes par exemple, on observe qu'environ 10 % à 20 % des fonds en gestion active surperforment leurs indices de référence. Parfois, ce chiffre est même légèrement

inférieur. Ce constat doit toutefois être nuancé. D'une part, certaines de ces études présentent des biais méthodologiques, en particulier celles de SPIVA, qui sont relativement sévères à l'égard de la gestion active. Il y a sans doute des raisons à cela. D'autre part, nous sortons d'une longue période marquée par des taux d'intérêt nuls et par un écrasement des performances entre les valeurs, un environnement peu propice à l'expression de la gestion active. Si l'on retient cette fourchette de 10 % à 20 %, cela peut sembler faible. Néanmoins, la bonne nouvelle pour les investisseurs est que, lorsque l'on allonge la période d'analyse, ce sont souvent les mêmes sociétés de gestion qui surperforment dans le temps. A court terme, sur un horizon d'un an, les performances peuvent se retourner rapidement, notamment en fonction des facteurs de style. Mais sur des horizons plus longs, typiquement dix ans, on observe une forme de persistance de la surperformance. Si je devais résumer les critères clés, j'en citerais trois. D'abord, la qualité de l'équipe de gestion. Ensuite, l'existence d'un processus d'investissement robuste, pertinent, durable et réellement aligné avec l'objectif poursuivi. Enfin, dans un environnement extrêmement compétitif et en constante évolution – avec la montée de la gestion passive, de l'intelligence artificielle et de la rapidité de diffusion de l'information –, la capacité et la volonté de s'améliorer en permanence.

**Adina Gurau Audibert :** Les mêmes études (et on peut citer celle de BSD Investing « Issues and solutions to build optimal portfolios ») montrent également l'intérêt d'un mix entre gestion active et gestion passive. Il existe des périodes où l'une surperforme l'autre et inversement. Miser exclusivement sur un seul mode de gestion expose à un risque de mauvais timing. En combinant les deux approches, l'investisseur augmente la probabilité d'obtenir une performance plus robuste dans le temps. S'agissant des biais méthodologiques évoqués, et que nous avons aussi largement analysés au sein de l'AFG, plusieurs éléments méritent d'être soulignés. Dans certaines études,

## Données clés de La Financière de l'Échiquier (LFDE)

- **Encours** : 26,23 milliards d'euros au 30/09/2025, 100 % en gestion active
- **Répartition actions/obligations** : actions (90,4 %), obligations (3,8 %), diversifiés/multiactifs (5,8 %)
- **Effectifs (gérants + analystes)** : 50 dont 14 analystes au 31/12/2025
- **Performance d'un produit phare** : Tocqueville Value Euro ISR PART I – performances au 31/12/2025 sur un an : 33,99 %, contre 23,7 % pour son indice, le MSCI EMU NR EUR et sur 5 ans 100,4 % vs 72,01 %.
- **Philosophie d'investissement** : Il n'existe pas selon LFDE d'entreprises ou de secteurs value mais bien des investisseurs value, capables de détecter des opportunités là où le consensus ne regarde pas. Tocqueville Value Euro ISR vise à capter la diversité du style value au sein de la zone euro. Géré par une équipe reconnue pour son expertise, ce fonds investit dans des entreprises de capitalisations et de tous secteurs, avec une attention particulière portée aux régimes de marché pour construire un portefeuille qui puisse en bénéficier.
- **Disclaimer** : le fonds est principalement exposé au risque de perte en capital, risque action, risque lié à l'investissement dans des actions de petites et moyennes capitalisations.

## Michel Saugné, CIO, La Financière de l'Échiquier

“ Sur les cinq dernières années, 100 % des introductions en Bourse réalisées en France ont été investies par des gestions actives, et très souvent par des gestions locales. La gestion active joue ainsi un rôle de gardien de l'écosystème français et européen. ”

Diplômé de l'Essec, Michel Saugné commence son parcours en 1999 chez BNP Paribas avant de rejoindre Natixis comme trader pour compte propre sur les stratégies actions. En 2004, il rejoint LCF Rothschild en qualité de gérant, avant d'être nommé responsable de l'activité de multigestion alternative et co-responsable de l'activité de gestion long/short actions au sein d'Edmond de Rothschild. En 2013, Michel Saugné intègre Tocqueville Finance, dont il devient en 2016 directeur de la gestion collective. Membre du comité exécutif de LBP AM, il est nommé directeur général délégué de Tocqueville Finance en 2023. En 2024, Michel Saugné est nommé co-CIO de LFDE et entre au comité exécutif. Michel Saugné devient CIO de LFDE en janvier 2025.



notamment SPIVA, des fonds aux stratégies très différentes sont regroupés dans une même catégorie et comparés à un seul indice de référence. Or, la réglementation française, via l'AMF, impose à chaque fonds de disposer d'un indicateur de référence cohérent avec sa stratégie. Le fait de comparer un fonds à un benchmark générique, plutôt qu'à son indice de référence pertinent, introduit un biais dès le départ.

**Michel Saugné** : Il faut également prendre en compte les contraintes de risque applicables aux fonds, qui ne s'imposent pas nécessairement aux indices. Certains indices sont très concentrés et ne respectent pas, par exemple, la règle du 5/10/40. Cela fausse la comparaison, en particulier lorsque l'on confronte des fonds diversifiés à des indices extrêmement concentrés.

**Adina Gurau Audibert** : Un autre biais important réside dans le fait que l'on compare souvent la performance nette de frais des fonds actifs à des indices bruts sans frais. Cette comparaison n'est pas totalement équitable. De la même manière, les études ne prennent parfois en compte que certaines classes de parts (c'est-à-dire les plus représentatives en termes d'encours), en ignorant par exemple les plus anciennes, ce qui entraîne une perte d'information au niveau de l'historique de performance. Au-delà des questions de performance pure, il faut également prendre en compte les attentes des investisseurs. Ceux-ci peuvent souhaiter s'exposer à des thématiques spécifiques, comme la transition énergétique, privilégier certaines zones géographiques ou adopter des horizons d'investissement particuliers. La gestion active répond précisément à cette demande de personnalisation, de sélectivité et d'alignement avec les convictions des investisseurs.

**Michel Saugné** : Je fais le lien avec un thème qui m'est particulièrement cher, celui de la souveraineté. Nous évoluons aujourd'hui dans un monde de plus en plus polarisé. Ce sujet, nous l'avons beaucoup étudié avec l'AFG, notamment dans un rapport commun au titre éloquent : « Réarmons la gestion active ». Ce titre fait écho aux enjeux actuels et à la nécessité de maintenir une gestion active forte et vivante en Europe. Un constat est particulièrement frappant : sur les cinq dernières années, 100 % des introductions en Bourse réalisées en France ont été investies par des gestions actives, et très souvent par des gestions locales. La gestion active joue ainsi un rôle de gardien de l'écosystème français et européen. Un actionnaire basé en France ou en Europe vote selon un référentiel de valeurs européen. Cet enjeu est d'autant plus critique que la montée en puissance des grands gérants passifs non européens a conduit à une importante concentration de l'actionnariat de nos grandes entreprises entre les mains de ces véhicules ; alors même que l'Europe souhaite renforcer sa base industrielle et technologique, notamment dans les secteurs stratégiques comme la défense. A court et à moyen terme, des appels de capitaux significatifs seront nécessaires en France, en Allemagne et ailleurs en Europe. La gestion active est indispensable pour accompagner ces besoins, car en participant aux introductions en Bourse, elle contribue au financement de l'économie réelle.

**Adina Gurau Audibert** : Le caractère local est en effet fondamental. Au sein de l'Union européenne, nous avons encore la chance de disposer de gérants locaux. Dans des pays de gestion comme la France, ces acteurs remplissent une mission essentielle : identifier, accompagner et financer des entreprises

locales à fort potentiel, contribuant ainsi directement au développement de l'emploi et de l'économie européenne. En France, plus de 70 % des investissements réalisés par les fonds restent toujours orientés vers l'économie européenne. A l'échelle européenne, la tendance est en revanche préoccupante. Sur les OPCVM actions, entre 2012 et 2022, la part investie en Europe est passée de 51 % à 35 %, tandis que l'exposition aux Etats-Unis est passée de 19 % à 42 %. Sur les obligations, la dynamique est comparable. C'est pour cette raison que l'AFG soutient pleinement les initiatives récentes, qu'il s'agisse des rapports Draghi, Letta ou Noyer, qui dressent tous le même constat. Les travaux engagés par la Commission européenne vont dans le bon sens, et nous espérons qu'à partir de 2026, une attention accrue sera portée à la gestion active locale et européenne.

**Richard Pandevant :** Il existe également un enjeu de souveraineté en ce qui concerne les données ESG. Aujourd'hui, pour un acteur européen, il est paradoxal de devoir s'appuyer sur des fournisseurs de données nord-américains pour analyser des entreprises européennes, alors même que, dans ces pays, ces sujets sont parfois considérés comme secondaires, voire contestés. Ce sujet se pose aussi pour la gestion passive. Lorsqu'un investisseur détient, via un ETF, une entreprise en désaccord fondamental avec ses valeurs, il ne dispose pas toujours de la capacité d'agir immédiatement. Il doit attendre une décision du fournisseur d'indice, là où un gérant actif peut désinvestir, expliquer son choix et agir en cohérence avec ses convictions. Il s'agit donc d'un double enjeu de souveraineté : d'une part sur l'efficacité et l'autonomie des marchés financiers européens, et d'autre part sur la maîtrise de la donnée extra-financière.

**Michel Saugné :** L'ESG a d'autant plus de sens qu'il est adapté aux modes de fonctionnement locaux. La gouvernance repose en effet sur des traditions culturelles. En France, le modèle des entreprises familiales peut être très mal noté selon des grilles d'analyse anglo-saxonnes, alors qu'il s'agit simplement d'une différence de modèle. Le raisonnement vaut également pour les entreprises japonaises, dont les structures de gouvernance obéissent à d'autres logiques.

**La plupart des gérants actifs disposent aujourd'hui d'une équipe d'analystes et produisent une recherche interne, est-ce un élément clé de la différenciation de la gestion active par rapport aux ETF ?**

**Richard Pandevant :** Il existe une vraie différence entre gestion active et gestion passive sur l'ESG. Dans certains cas, la gestion passive peut s'appuyer sur des approches relativement simples, par exemple des indices alignés sur l'Accord de Paris, avec des critères environnementaux clairs. Cette approche peut fonctionner sur le volet environnemental. En revanche, dès que l'on intègre les dimensions sociales et de gouvernance, la situation devient beaucoup plus problématique. Je vois mal comment un gérant français ou européen peut se retrancher

derrière un indice américain pour justifier une position sur une valeur lorsque celle-ci est en contradiction avec ses convictions ou ses référentiels de gouvernance. La recherche interne est donc essentielle. Lorsqu'une société de gestion en a la taille, elle peut même développer son propre système de notation. Mais, dans les faits, la réglementation et les attentes des clients imposent également le recours à des sources de données externes.

**Adina Gurau Audibert :** La solution envisagée repose en grande partie sur le développement de la CSRD (Corporate Sustainability Reporting Directive) sur la transparence extra-financière des entreprises ainsi que sur la mise en place de l'ESAP (European Single Access Point), qui doit permettre d'accéder à des données brutes, standardisées et comparables. Toutefois, leur mise en œuvre se trouve retardée, notamment à la suite du paquet Omnibus sur la CSRD. Le calendrier s'est allongé et le périmètre des entreprises concernées a été considérablement réduit — de l'ordre de 80 % à 85 % selon les estimations. Or, nous avons besoin de ces données brutes pour construire des analyses pertinentes. Dans l'intervalle, les sociétés de gestion doivent multiplier les sources d'information, ce qui entraîne des coûts élevés.

**Les encours dans les hedge funds ont connu une collecte importante au niveau mondial l'an dernier. Peut-on considérer qu'il s'agit aussi d'une forme de gestion active ?**

**Richard Pandevant :** Très clairement, oui. Chez nous, environ deux tiers des encours relèvent de la gestion alternative et un tiers de la gestion longue. La collecte a été soutenue sur les deux segments. Sur la gestion alternative, on observe d'abord une moindre concurrence des produits de taux par rapport à il y a trois ou quatre ans, période où ces produits étaient extrêmement attractifs. Je comprends d'ailleurs la revanche actuelle des gérants obligataires après la période précédente. Mais surtout, compte tenu des niveaux de valorisation actuels et de la nécessité d'aller chercher davantage d'alpha et moins de bêta, les stratégies alternatives sont particulièrement bien positionnées. Elles permettent de capter des opportunités sans s'exposer de manière trop naïve aux marchés directionnels.

**Michel Saugné :** Il existe néanmoins un phénomène comparable à celui observé dans la gestion long only : une prime à la taille. Les grandes plateformes multi-stratégies américaines captent aujourd'hui l'essentiel des encours. La croissance de la gestion alternative s'effectue, là encore, très majoritairement aux Etats-Unis, autour de plateformes disposant d'une force de frappe considérable. Cela pose une nouvelle fois la question du maintien et du développement d'un savoir-faire européen et français. Il existe sur notre continent des équipes très compétentes, performantes, mais qui ne disposent pas des mêmes moyens que ces machines industrielles. ■

Propos recueillis par Sandra Sebag