

2015-2016



# BSL

BANKING IN SWITZERLAND AND LIECHTENSTEIN

**BANKING & FUNDS  
REAL ESTATE  
STUDENT AWARDS  
TAXATION & SUCCESSION  
ART & PHILANTHROPY  
LUXURY CLUB**

*“Private bankers,  
between creating value  
and creating meaning”*



9 771662 227005 10

MANCASSOLA

# BANKING

## Index-tracking management

### A regressive factor in sustainable economic development

#### Gestion indicielle

#### Un facteur de régression d'un développement économique durable

Depuis bientôt trois décennies, la gestion indicielle se confronte à la gestion active. Pour les partisans de l'indiciel, il est impossible de battre le marché sur le long terme et, en conséquence, il est préférable de répliquer un indice. Ceci garantit qu'il n'y aura jamais de « mauvaises » surprises, car aussi bien à la hausse qu'à la baisse, l'investisseur se retrouvera, au cours des années, avec des retours sur investissements conforme aux mouvements des marchés. Il est ainsi possible de se prémunir d'un mécontentement « conjoncturel » du client, car on ne peut plus faire valoir la notion de risque de positionnement qu'il soit géographique, par capitalisation ou sectoriel. Les produits financiers liés présentent des frais de gestion réduits au strict minimum. À un niveau tel que, si une analyse de coût effectif était réalisée, on serait à même de constater que ces produits sont potentiellement vendus à perte. En face, les gestionnaires actifs permettent de favoriser des développements qui diversifient le développement économique, car par leur positionnement, ils sanctionnent les sociétés les moins efficaces ; sanctions qui sont immédiatement répliquées par la gestion indicielle.

Durant plusieurs décennies, les mêmes sociétés de gestion qui prônent une approche indicielle aujourd'hui, ont fait valoir, statistiques à l'appui, et démontré que le market timing ne pouvait pas battre une allocation stratégique. Cette dernière est fondée sur les besoins de l'investisseur, de quelque nature qu'ils soient, en adoptant des valeurs mobilières et immobilières, sur différents horizons d'investissement allant du court terme au long terme.

The controversy over the respective merits of index-tracking management and active management has lasted for nearly three decades. The proponents of index-tracking believe it is impossible to beat the market in the long run and therefore preferable to follow an index. This guarantees that there will never be any "unpleasant" surprises because over the years the investor will see returns on his investments which are consistent with market trends in both the upward and downward directions. This puts an end to "cyclical" complaints by the client who can no longer refer to the notion of positioning risk - be it geographical, by capitalisation or sectoral. The management costs of these financial tracker products are cut to the absolute minimum - at a level such that if an effective cost analysis were to be made we might even find that these products are potentially being sold at a loss. On the other side, active managers enable developments which diversify economic progress to be facilitated because they penalise the least efficient companies by their positioning. Those penalties are immediately replicated in index-tracking management.

For several decades in the past, those same management companies which today advocate an index-tracking approach maintained, with the backing of statistics, and sought to demonstrate that market timing could not beat a strategic allocation. That allocation is founded on the needs of the investor, whoever he may be, by selecting both transferable securities and real estate holdings with different investment horizons ranging from short to long term.

### Des produits financiers sans valeur économique

L'incapacité formulée de ne pouvoir battre des indices, combinée à un market timing qui rend la création de réelle valeur potentiellement difficile, ont conduit les établissements financiers à proposer de plus en plus de solutions d'investissement hybrides. On pourra parler de produits générant de l'alpha, de produits structurés en tout genre, de gestion à cliquet, etc. Toutes ces déclinaisons se basent sur les fondamentaux de la gestion de fortune pour emballer chaque méthode de gestion dans une formule plaisante pour l'investisseur. Elles génèrent tout autant de frais de gestion, visibles ou cachés, qui permettent de se substituer à la complexité d'une gestion active et de retrouver de nouvelles sources substantielles de revenus. À y regarder de plus près, il ne s'agit que de formes de gestion qui, pour beaucoup, n'ont pas prouvé leur efficacité dans le temps et dont le potentiel est positif uniquement dans un contexte précis de développement économique conjoncturel.

En analysant le fonctionnement de telle ou telle solution d'investissement proposée, force est de constater que nous ne sommes plus face à un développement économique industriel durable, mais bien dans une création de richesse axée sur la finance. La différenciation est essentielle. Si la finance est à même d'exister, c'est grâce à tout un développement économique qui a su canaliser l'épargne vers la création de sociétés, vers l'industrie, vers le développement de l'emploi. La croissance démographique exponentielle, l'ouverture différée dans le temps des pays de la planète à l'économie

### Financial products with no economic value

The claimed impossibility of beating the indexes, combined with market timing which renders the creation of real value potentially difficult, has led financial establishments to propose more and more hybrid investment solutions. These include alpha-generating products, structured products of all kinds, ratchet management etc. All these approaches are based on the fundamentals of wealth management so as to package each management method in a formula that looks attractive to the investor. At the same time, they generate considerable visible or concealed management costs which provide a substitute for the complexity of active management and are a substantial new revenue source. A closer examination of the subject shows that these are simply forms of management which in many cases have not proved effective over time and whose potential is positive only in a specific context of cyclical economic development.

Analysis of the workings of particular investment solutions that are on offer shows that we are in fact no longer dealing with sustainable industrial economic development but rather with wealth creation focused on finance. The difference between the two is fundamental. The very existence of finance is explained by a form of economic development which has enabled savings to be channelled into the creation of companies, towards industry and the development of employment opportunities. Exponential population growth and the belated opening of countries across the planet to the market economy are both factors which tend to create individual wealth



Olivier Ferrari

de marché sont autant de facteurs de création de richesse individuelle et d'amélioration de la qualité de vie, dont profite une grande partie de la population mondiale, ceci pour le côté positif.

Simultanément à cette évolution, le développement des capacités de calculs des ordinateurs, capté par une finance qui a quitté l'intermédiation financière pour se cantonner à la seule création de valeur de la finance par la finance, conduit à une dislocation du fondamental de la création de richesse durable que sont : l'emploi effectif dans l'économie réelle, le crédit industriel et la création de sociétés commerciales et industrielles. Des mathématiciens, qui ne cessent de créer des algorithmes qui sauraient traquer la performance absolue, cherchent à formuler une équation qui contienne toutes les variables de la création de l'univers comme le Saint Graal.

Le démembrement des moyens financiers pouvant être mis au service de la création d'entreprises, ceux-là mêmes que l'on détourne vers la structuration de produits et modèles financiers complexes, conduit à un appauvrissement du développement économique. On ne prend plus en compte le fondement qui établit que l'innovation et la création d'entreprises créent de la richesse. Ceci concerne tant les investisseurs institutionnels que les grandes fortunes privées, et le reste des agents qui opèrent à la bourse en ligne au jour le jour, et contribue à amplifier les fluctuations boursières, tant à la hausse qu'à la baisse. Ces mouvements deviennent de plus en plus fréquents et s'effectuent par des spéculations qui induisent des rotations sectorielles, géographiques et par capitalisation. La gestion indiciaire est devenue l'outil d'assurance à court terme d'un résultat de gestion non attaquant, comparativement à un indice de référence.

### La tyrannie économique de la gestion indiciaire

La gestion indiciaire permet d'éliminer le principe d'incertitude lié à l'impossibilité de définir avec précision le comportement de chaque titre individuellement. Elle reconforte, par une acceptation « résignée », du fait que le portefeuille réagira aussi bien à la hausse qu'à la baisse, et ce, dans la même amplitude que les marchés de référence.

La présence de multiples acteurs qui convergent vers une gestion indiciaire mène à un appauvrissement du potentiel d'innovation et de création de nouvelles opportunités dans l'économie en général. En effet, l'indice reprenant aussi bien les excellentes que les pires sociétés qui le composent, induit un modèle de gestion qui annihile le libre arbitre et rendant le tout déterministe, en le nivelant par le bas au passage. Cette mise en phase des acteurs mondiaux de la finance conduit à l'appauvrissement de la biodiversité des sociétés qui forment l'économie. Conséquemment à ce constat, la gestion indiciaire devient le déterminisme du développement économique. Ce dernier est fortement influencé par les acteurs-investisseurs, conduits par des analystes qui deviennent tout autant de censeurs des décisions de Conseils d'administration, voués à intégrer les attentes - à trois mois - de la communauté financière, au lieu de poursuivre un cycle vertueux d'investissement, Recherche & Développement, mise en phase de nouveaux produits, développement du marché, production et livraisons pour le consommateur final.

Nous ne sommes plus dans un temps industriel à qui l'on offre l'espace de se développer, parce qu'aujourd'hui, l'argent doit être « cultivé » pour répondre à la création de richesse instantanée.

Une telle démarche ne peut que conduire à une régression du développement économique pour le rendre non durable. C'est dans le but de contrer cette tendance que la gestion active doit apporter une réponse qui permette à notre société de fonder des valeurs, non plus exclusivement financières, mais celles d'une perspective de création dynamique à tous niveaux de notre société. Cela implique aussi d'admettre que des secteurs économiques n'ont plus de raison d'être et que de nouveaux doivent émerger.

Une alternative à ceci consiste à se positionner dans la partie des investissements dits de « Private Equity ». Mais là aussi, le placement privé doit pouvoir se déployer sur un temps long. Ce qui, pour beaucoup, n'est plus en adéquation avec la nécessité de disposer de retour sur investissement immédiat, et qui, pour d'autres, représente une forme de spéculation qui n'est plus acceptable.

and improve the quality of life, from which a large part of the world population benefits; so much for the positive side.

In parallel with this evolution, the growth of computing capacity captured by finance which has moved away from financial intermediation to focus instead on the sole creation of value for finance by finance leads to a dislocation of the fundamentals of sustainable wealth creation which are: effective employment in the real economy, industrial credit and the creation of commercial and industrial companies. This is the Holy Grail of those mathematicians who constantly create algorithms supposedly capable of tracking absolute performance and who endeavour to formulate an equation which incorporates all the variables of the creation of the universe.

The dismemberment of the financial resources which may be used for company creation, those very resources which are diverted towards the structuring of products and complex financial models, results in an impoverishment of economic development. No further account is taken of the basic principle that innovation and the creation of companies in turn create wealth. This concerns institutional investors as well as great private fortunes and other people who are day traders on the online stock markets and tends to exaggerate stock market fluctuations in both the upward and downward directions. These movements are becoming increasingly frequent and are brought about by speculation which results in sectoral and geographical rotations and also by capitalisation levels. Index-tracking management has become the short-term insurance policy for a management outcome which is not open to criticism since it is simply compared to a reference index.

### The economic tyranny of index-tracking management

Index-tracking management enables the principle of uncertainty linked to the impossibility of accurately defining the behaviour of each individual security to be eliminated. Investors are reassured by a "resigned" acceptance of the fact that the portfolio will react in both the upward and downward direction with the same amplitude as the reference markets.



### La biodiversité économique, un investissement dans la durée

Que les investisseurs soient privés ou institutionnels, tous disposent de besoins à court, moyen ou long termes. C'est bien dans cette perspective qu'il est important de revenir à des fondamentaux de congruence entre l'immobilisation d'investissements sur des échéances correspondantes aux dits besoins. Ce n'est plus la finance qui est au cœur du développement, mais bien l'entreprise avec tout son corollaire d'engagement sociétal ; en d'autres mots, il s'agit d'une prise en compte de la nécessité majeure de créer et de préserver des emplois industriels, ce qui favorise naturellement l'entreprise, la constitution de profits dans la durée. Ce qui permet, en outre, aux États de disposer de ressources fiscales diversifiées et de tirer profit d'une vraie stratégie de transmission aux générations futures, par l'évolution et la préservation d'un tout et de l'environnement aussi. Une bonne gouvernance ne doit pas se concevoir qu'au sein d'une entreprise, mais aussi dans nos actes au quotidien, dans chacune de nos prises de positions politiques, économiques, sociales et financières. ■

The presence of a great many players who are converging on index-tracking management leads to an impoverishment of the potential for innovation and creation of new opportunities in the wider economy. As the index includes both excellent companies and those with the worst performance, it produces a model of management which puts an end to free will and makes the whole system determinist in nature, and does so incidentally by levelling downwards. The fact that the global players in finance are brought into phase in this way ultimately impoverishes the biodiversity of the enterprises which constitute the economy. It follows from this observation that index-tracking management becomes the determinism of economic development. The latter is greatly influenced by the stakeholders-investors led by analysts who become, by the same token, censors of the decisions taken by the Board of Directors which must reflect the expectations of the financial community at a time horizon of just three months, instead of pursuing a virtuous cycle of investment, research and development, phasing in of new products, development of the market, production and deliveries to the final consumer.

We are no longer living in an industrial age when there was time and space for industry to develop because money has to be "cultivated" today to facilitate the creation of instant wealth.

That approach must surely lead to a regression of economic development which ceases to be sustainable. With a view to countering this trend, active management must provide a response which enables our society to establish values that are no longer exclusively financial but instead hold out

the prospect of dynamic creation at every level of our society. This also implies an admission that certain sectors of the economy have no further reason to exist and must be replaced by new ones.

An alternative is to take a position in the investment sector which is known as "Private Equity". But here too private investment must be capable of deployment over a long period of time. For many people this no longer fits in with the need to achieve an immediate return on investment which others may see as a form of speculation that is no longer acceptable.

### Economic biodiversity, a long-term investment

Investors, private and institutional alike, all have short, medium and long-term needs. In that perspective it is important to return to fundamentals of congruence between investments tied up over periods that correspond to those needs. Finance is no longer at the heart of development. Instead its place is taken by enterprises with the corollary of a societal engagement; in other words, the great need to create and safeguard industrial jobs is taken into account, so naturally favouring enterprises and their long-term profitability. Moreover this gives States access to diversified fiscal resources and enables them to benefit from a real strategy of transmission to future generations through the evolution and preservation of a whole system and also of the environment. Good governance must not be conceived solely at the level of an individual enterprise but must also be reflected in our daily actions and in every one of the positions taken by us on political, economic, social and financial matters. ■