

## «Net de commissions, la surperformance est infime»

### La gestion passive répliquant les choix des meilleurs gérants serait le meilleur moyen de surperformer

La plupart des gérants de fonds de placement qui battent leur indice y parviennent par pure chance plus que par leurs capacités. Une analyse cosignée par Olivier Scaillet, de l'Université de Genève, et primée il y a une semaine par le Swiss Finance Institute, estime à 0,6% la part des gérants réellement talentueux. Une majorité (75,4%) ne peut prétendre à ce qualificatif. Elle parvient à couvrir par la sélection de titres les frais de transaction, mais pas plus. Quant aux 24% restants, ils sont sous-performants et ne couvrent pas leurs coûts. L'ana-

lyse, réalisée avec Laurent Barras, de l'Imperial College de Londres et Russ Wermers, de l'Université du Maryland, se base sur les prix entre 1975 et 2006 de 2000 fonds de placements américains en actions.

#### Le recul de l'alpha

Leur étude met en évidence un autre phénomène: le déclin des surperformances, en parallèle avec l'augmentation du nombre de fonds sur le marché. Entre 1990 et 2006, la proportion de gérants talentueux s'est effondrée, de 14,4% à 0,6%. A l'inverse, celle des gérants sous-qualifiés a augmenté de 9,2% à 24%. Russ Wermers observe que, «quand un gérant dégage de l'alpha, cette surperformance sera le plus souvent de 1%, et sera beaucoup moins fréquemment entre 3,5% et 5%». Il démontre que «la grande majorité des fonds affiche

un alpha de zéro, une fois que les coûts ont été payés. «Net de commissions, les alphas sont insignifiants.»

Les travaux des trois chercheurs s'appuient sur des méthodes statistiques avancées, qui parviennent à distinguer la surperformance obtenue par pure chance de celle obtenue grâce au talent. Ils mettent aussi en évidence l'existence de gérants capables de faire mieux que le marché à court terme, puis perdent la main. Mesurée sur des horizons limités à cinq ans, la part des gérants talentueux monte à 2,4%.

#### Acheter les titres, et non les fonds

Dans le domaine des fonds de placement, un des résultats clés pour l'investisseur est le suivant: une sélection de fonds «agissants» basée sur le choix de gé-

rants qui surperforment dans un cycle économique donné peut être judicieuse. La rotation de gérants, surpondérés ou sous-pondérés suivant les conditions macroéconomiques est une stratégie qui peut générer 5-7% de performance par an, grâce au «timing» des cycles économiques. «Dans ce cas, la gestion active peut générer de l'alpha», souligne Russ Wermers. Mais son conseil est de répliquer cette stratégie de façon passive, pour éviter les coûts du fonds: «Copiez ce que les meilleurs gérants d'hier ont fait sans acheter leurs fonds, mais en achetant en direct les titres qu'ils ont acheté, et évitez ce que les plus mauvais gérants d'hier ont acheté. Cette stratégie vous vaudra environ 7% de surperformance par an.» Selon lui, les hedge funds recourent à cette même stratégie.

**Jean-Pascal Baechler et M. Z.**