



**OLIVIER
SCAILLET**
Selon une
étude menée
par ce profes-
seur de finance,
très peu de
gérants
dégagent une
performance
nette de frais
supérieure au
marché.

OLIVIER SCAILLET

«LE TALENT EST TRÈS RARE»

À LA RECHERCHE DE LA SURPERFORMANCE Une infime minorité de gestionnaires de fonds de placement gérés activement offrent à leurs clients un rendement net de frais supérieur à celui qu'ils obtiendraient par une simple exposition au marché de référence.

GENEVIÈVE BRUNET

Olivier Scaillet, professeur de finance à HEC Genève, a reçu en novembre dernier un prix de 20 000 francs – attribué conjointement par le Swiss Finance Institute et la banque privée Espirito Santo – récompensant une recherche réalisée avec Laurent Barras, de L'Imperial College de Londres, et Russell R. Wermers, de l'Université du Maryland (*référence en bas de page 6*). Cette étude

démontre que, sur une longue période, la grande majorité des gérants de fonds de placement américains ne dégagent pas de surperformance par rapport à leur marché de référence, quantifié par l'indice Standard & Poor's 500.

Un pavé dans la mare des chercheurs d'*alpha*: ce petit «plus» offert par le talent des gestionnaires, censé justifier les rondellettes commissions prélevées par les fonds de pla-

cement gérés activement par rapport aux parents pauvres de la gestion de fortune que seraient les fonds indiciels et autres ETF (*Exchange Trade Funds*) reproduisant fidèlement la performance d'un indice. L'auteur soulève malicieusement quelques questions dérangeantes.

A la lecture de cette étude, nombre de gérants de caisses de pension pourraient, à tout le moins, s'interroger sur leur stratégie: d'une part en envisageant d'attribuer une bonne part de leur allocation d'actifs à de la gestion passive à travers des ETF, d'autre part en négociant avec plus de fermeté les frais qui leurs sont facturés par les gérants de fonds. Un débat qui pourrait bien prendre de l'ampleur à l'heure de l'examen des moins-values inscrites dans la fortune des fonds de pension pour cause de tourmente sur les marchés financiers.

Vous avez analysé les performances de fonds de placement gérés activement pour arriver à la conclusion que 0,6% seulement des gérants apportent à leurs clients une surperformance nette par rapport au rendement du marché. C'est extrêmement peu...

Nous avons observé les performances de 2076 fonds de placement *long equity* (investis à long terme en actions) sur le marché nord-américain, entre 1975 et 2006. Il ne s'agit pas de la totalité de l'univers des fonds actions disponibles aux Etats-Unis, mais d'un échantillon très représentatif de ce marché.

Nos résultats montrent tout d'abord que le nombre de gérants talentueux – ceux qui apportent une surperformance nette, après déduction des frais prélevés au client – a fortement diminué ces dernières années, passant de 14,4% en 1990 à 0,6% en 2006. Dans le même temps, la proportion de fonds dégageant un rendement net inférieur à celui du

S&P 500 a gonflé de 9,2% à 24%.

En 2006, la grande majorité des fonds étudiés – 75,4 % d'entre eux très exactement – n'offraient en fait aucun «plus» aux déten-

«EN 2006, LA GRANDE MAJORITÉ DES FONDS ÉTUDIÉS N'OFFRAIENT AUCUN "PLUS" AUX DÉTENTEURS DE PARTS.»

teurs de parts par rapport au rendement du marché, car la faible surperformance de leurs gérants était entièrement absorbée par les commissions de gestion.

Pour traquer la performance propre aux gérants, vous avez filtré les biais liés à la taille des entreprises dont les actions sont détenues en portefeuille ou aux stratégies dites *momentum* des gestionnaires qui suivent les mouvements des cours?

Nous avons opté pour une approche académique que l'on pourrait qualifier d'«extrémiste», en commençant par isoler les gérants qui génèrent de l'*alpha*, avant de filtrer différentes anomalies qui peuvent être rapportées à certains marchés et dupliquées, par exemple par des ETF.

Au nombre des ces anomalies: l'effet de taille *small and mid caps*, pour tenir compte du fait que, les petites entreprises étant plus risquées, leur rentabilité est en général plus élevée; l'effet lié au fait que, les investissements *Growth* étant plus risqués, ils offrent une prime de risque plus élevée que les investissements *Value*; ou encore le facteur *momentum*, soit le fait que les gérants suivent les mouvements des cours sur le marché. Autant d'éléments qui, s'ils ne sont pas isolés, brouillent l'appréciation de la performance propre au gestionnaire d'un fonds.

Vous avez même gommé l'effet de la chance?

Nous avons en effet opté pour une méthodologie statistique qui permet d'isoler, dans la performance d'un fonds de placement, le >>> >>> simple effet de la chance. Il n'a rien à voir avec le talent propre du gérant. Je prends

volontiers l'exemple d'un groupe de basketteurs à qui on demande de tenter de placer trois fois le ballon dans le panier avec un seul essai: parmi ceux qui y réussissent, certains ont simplement de la chance! Il est possible de quantifier cet effet chance.

Vos résultats – obtenus sur le marché nord-américain des fonds de placement – peuvent-ils être extrapolés à d'autres marchés de fonds de placement?

Nous avons mené une étude pour une banque de la place il y a déjà deux ans, portant sur des fonds *long only* européens (investis à long terme en actions européennes). Les résultats étaient identiques et dans le même ordre de grandeur. Nous avons observé dans ce cadre que les seuls fonds qui pouvaient générer de l'*alpha*, donc battre le marché, auraient été des fonds *long equity* affichant un *bêta*, donc une sensibilité au marché de 0,6. Or une sensibilité au marché qui n'est pas égale à 1 signifie qu'en réalité les gestionnaires de ces fonds labellisés *long only* – qui devraient donc être en permanence investis en actions – ne respectent pas strictement leur mandat. Ils font en partie autre chose, par exemple en gardant du cash ou en utilisant momentanément des obligations.

Avant de passer à la moulinette de vos différents filtres, quelle était la proportion de gérants dégageant une surperformance?

Sur le long terme – entre 1996 et 2006 – nous avons trouvé au départ 8,6% de gérants réalisant un rendement net supérieur à celui de leur marché de référence, le S&P 500. Mais, une fois éliminées toutes les anomalies déjà évoquées, comme les effets *momentum* ou *small cap*, il n'y avait plus que 0,6% des gérants dégageant une performance nette de frais supérieure au marché; ce, hors facteur chance.

La performance que vous reprenez est celle servie aux détenteurs de parts de fonds de placement, donc nette de frais. La véritable découverte de votre étude n'est-elle pas, plutôt que le manque de talent des gérants, le fait qu'ils font payer trop cher ce talent, «man-

geant» ainsi toute la performance?

Les fonds qui facturent les frais les plus élevés ne sont pas forcément les plus performants... Nous avons aussi observé que le 1% des gérants qui facturent à leurs clients les frais les plus faibles – ils chargent en moyenne 0,33% par an – génèrent un *alpha* net de 0,47% en moyenne. En revanche, le 1% qui facturent le plus cher – ils prennent 5,6% annuellement à titre de frais – génèrent un *alpha* négatif de 11%.

Le client qui paie cher croit qu'il va avoir accès à une meilleure performance et votre étude semble démontrer le contraire...

Il y a un peu de ça. Les frais sur un ETF étant compris entre 0,1 et 0,6%, l'investisseur a de bonnes raisons de se demander s'il ne devrait pas les privilégier.

Vous montrez que les gérants, dans leur immense majorité, ne font pas mieux que le marché sur le long terme. Mais le rôle des sélectionneurs de fonds n'est-il pas justement de les repérer pendant qu'ils sont performants?

La deuxième partie de notre étude porte sur une période plus courte, de cinq ans. Nous constatons effectivement qu'après avoir éliminé les mêmes anomalies que sur la longue période, il y a encore 2,6% de gérants qui génèrent une surperformance nette uniquement due à leur talent, contre seulement 0,6% sur dix ans. C'est bien sur le long terme que le nombre de fonds offrant une réelle surperformance nette est insignifiant.

Peut-être est-ce dû au fait que les meilleurs gérants ne restent que quelques années dans la gestion institutionnelle avant de mieux monnayer leur talent ailleurs?

Cela pourrait peut-être en partie expliquer la différence de résultats entre la performance à court terme et celle à long terme.

Ne seraient-ce pas les marchés des actions et des fonds de placement qui deviennent

plus efficaces au fil du temps, complexifiant la tâche des gérants à la recherche de l'alpha?

L'efficacité accrue du marché pourrait aussi contribuer au fait qu'il est très difficile d'afficher sur une longue période une surperformance due à la gestion active.

«IL EST POSSIBLE DE QUANTIFIER ET D'ÉLIMINER LE FACTEUR CHANCE DANS LA PERFORMANCE D'UN GÉRANT DE FONDS DE PLACEMENT.»

Certains gérants y parviennent toutefois, même s'ils sont de moins en moins nombreux. Ces gérants talentueux n'ont donc pas dit leur dernier mot?

Notre méthodologie permettrait de construire des portefeuilles captant une performance réellement due au talent des gérants, puisque nous sommes en mesure de distinguer l'effet de la chance et l'apport réel de la personne en charge du fonds.

N'est-ce pas ce que font déjà les stratégies de construction de fonds de fonds qui changent régulièrement les fonds de placement retenus en fonction de leur dernière performance trimestrielle?

Ces stratégies cherchent effectivement à suivre au plus près l'évolution de la performance des fonds. Mais elles s'en tiennent généralement à la performance affichée, sans mettre en place une méthodologie permettant de repérer l'apport propre du talent du gérant, indépendamment des anomalies qui peuvent être rapportées à un marché ou des méthodes de gestion peu orthodoxes par rapport à la mission officielle du fonds, par exemple d'être investi en actions pour un fonds *long only*. Notre méthodologie permet-

trait de construire des fonds de fonds *Best of* sur la base d'une surperformance réelle.

Votre étude n'est pas la première recherche universitaire mettant en cause la capacité de la gestion active à faire mieux que le marché sur le long terme. Le gros de l'industrie des fonds de placement mise pourtant toujours sur le talent des gérants. Peut-être parce que la performance n'est pas le seul critère retenu par les investisseurs pour choisir un fonds?

Au-delà de la performance due à leur talent, les gérants peuvent effectivement marquer des points sur d'autres éléments importants aux yeux des investisseurs, comme une moindre variabilité des résultats.

Où le fait d'être les premiers à identifier un thème de placement... Sur la base de votre étude, les acheteurs de fonds de placement pourraient être amenés à se demander si les gérants talentueux ne sont pas trop gourmands sur les frais, empêchant ainsi l'investisseur d'avoir accès au gros de la performance?

Dans notre étude sur une longue période, le nombre de gérants dégagant une surperformance passe de 0,6% – lorsqu'on retient la seule performance nette – à 9,6%, si l'on s'en tient à la performance brute avant perception des frais. La différence est effectivement importante. Notre analyse, en se basant sur la performance nette, se place en quelque sorte du point de vue du petit investisseur qui n'a aucun moyen de négocier les frais prélevés par les fonds de placement.

En revanche, de gros investisseurs institutionnels comme les fonds de pension ont, eux, la possibilité de discuter ces frais. A eux d'obtenir des gérants qu'ils ne «mangent» pas tout l'apport de leur savoir-faire. ◦

False Discoveries in Mutual Fund Performance: Measuring Luck in Estimated Alphas, Laurent Barras, Olivier Scaillet, Russell R. Wermers. Swiss Finance Institute and Imperial College, Tanaka Business School, London, Swiss Finance Institute at HEC University of Geneva, University of Maryland.

PROFIL

OLIVIER
SCAILLET

Professeur de statistiques et de probabilités à HEC Genève et FAME. Responsable du programme de recherche «Financial Econometrics for Risk Management» dans le NCCR FINRISK «Financial Valuation and Risk Management».

Codirecteur du master en Finance commun aux Universités de Genève, Lausanne et Neuchâtel.

Vient de recevoir un prix attribué conjointement par le Swiss Finance Institute et la banque privée Espírito Santo pour l'article «False Discoveries in Mutual Fund Performance: Measuring Luck in Estimated Alphas», rédigé en collaboration avec Laurent Barras et Russell R. Wermers.

