

+ PERSO ARGENT

LA QUESTION

PAR FRANÇOIS DERRIEN ET CHRISTOPHE PERIGNON,
PROFESSEURS ASSOCIÉS À HEC PARIS

COMMENT BIEN CHOISIR SON GÉRANT DE FONDS ?

Question cruciale à laquelle la littérature académique peut nous permettre de répondre. Premier résultat, à première vue surprenant : en moyenne, les gérants de fonds ne triomphent pas du marché. A ce stade, une précision méthodologique s'impose. Pour déterminer la performance d'un gérant, il ne suffit pas de calculer la rentabilité de ses investissements. Elle doit être comparée à celle que le gérant pouvait attendre compte tenu des risques qu'il a pris. Autrement dit, si un gérant investit tous les fonds qui lui sont confiés dans des tickets de loterie, on exigera de lui une rentabilité très élevée. S'il affiche une rentabilité de 2%, qu'il aurait pu obtenir sans prendre le moindre risque, on considérera qu'il s'agit d'un mauvais gérant.

Le graphique ci-contre présente la distribution des performances d'un large échantillon de fonds américains, ajustées du risque de leurs portefeuilles (mesure de performance connue sous le nom de « alpha » du portefeuille). Comme on peut le remarquer, le gérant moyen affiche un alpha de 0, autrement dit ses performances sont en moyenne conformes à celles qu'il pouvait espérer compte tenu du risque de son portefeuille. On constate éga-

lement une grande variabilité dans les performances. Si le gérant moyen a un alpha de 0, nombreux sont ceux qui affichent des alphas très négatifs (partie bleu clair du graphique) ou très positifs (partie bleu foncé du graphique). Faut-il en conclure que les gérants bleu clair

Il est aisé de conclure à l'inutilité des gérants et à la naïveté des investisseurs qui continuent à leur confier leurs économies alors qu'ils pourraient, à moindre coût, investir dans des actifs sans risque.

sont mauvais et les gérants bleu foncé bons ? Ce n'est pas si simple car certains gérants peuvent avoir été chanceux ou malchanceux. Afin de distinguer la chance d'un gérant de son talent, une solution consiste à calculer les alphas des gérants chaque année. Plus un gérant apparaît fréquemment dans la partie

bleu foncé du graphique, plus la probabilité qu'il soit talentueux augmente. Malheureusement, lorsque l'on réalise cet exercice, on observe que rares sont les gérants à apparaître régulièrement dans la partie bleu foncé.

La littérature financière nous donne également des indications sur les choix de fonds des investisseurs. Dans ce domaine, on note que l'investissement suit la performance récente : les fonds qui ont bien réussi récemment augmentent leurs actifs sous gestion, au contraire de ceux à la performance récente médiocre.

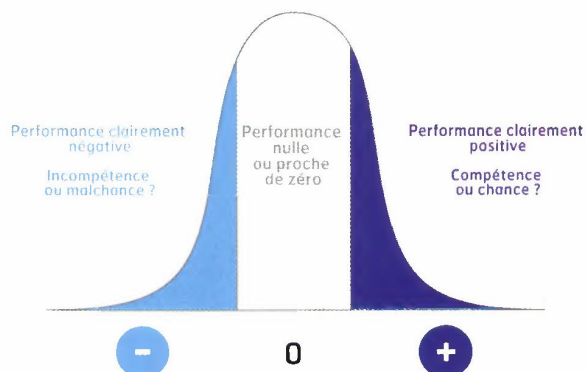
A la lumière de ces quelques faits, il est aisé de conclure à l'in-

utilité des gérants de fonds et à la naïveté des investisseurs qui continuent à leur faire confiance alors qu'ils pourraient, à moindre coût, investir dans des actifs sans risque, des fonds indiciels répliquant l'indice action ou dans des tickets de loterie en fonction de leur appétit pour le risque. Deux professeurs américains, Jonathan Berk et Richard Green, ont proposé récemment une autre théorie de l'écologie des gérants de fonds. Selon eux, les gérants diffèrent bien par leur talent et les meilleurs ont en moyenne les meilleures performances. Les investisseurs placent donc logiquement leurs fonds auprès de ces gérants. Mais plus un fond grossit, plus la chasse aux bonnes affaires est ardue pour son gérant. A un certain point, les meilleurs, dont les fonds ont grossi à la suite

de bonnes performances, ne parviennent plus à battre le marché. Les autres gèrent des sommes plus limitées, mais ne parviennent pas non plus à afficher des performances positives car ils sont moins compétents. A l'équilibre donc, les bons et les mauvais gérants ne diffèrent qu'en termes d'actifs sous gestion. Un fait semble confirmer en partie cette théorie : une grande partie de la rémunération des gérants de fonds ne dépend pas de leur performance, très aléatoire, mais plutôt de la taille de leur fonds.

Pour l'investisseur, cette théorie constitue à la fois une bonne et une mauvaise nouvelle. Mauvaise nouvelle car il est difficile de trouver la poule aux œufs d'or, bonne nouvelle car il n'est pas nécessaire de dépenser trop d'énergie à la chercher... ■

LES FONDS DE GESTION, ENTRE CHANCE ET COMPÉTENCE
RÉPARTITION DES PERFORMANCES DES FONDS MUTUELS AMÉRICAINS



SOURCE : GRAPHIQUE ADAPTÉ À PARTIR DE KOSOWSKI ET AL. (JOURNAL OF FINANCE, 2006).