

L'énigme de la gestion active

La part de la gestion active dans les portefeuilles institutionnels ne cesse de décroître. Le mouvement s'est accru au début de cette décennie. La société Greenwich Associates a mesuré qu'elle s'établissait à 41% en 2015 alors qu'elle était encore à 62% en 2012¹. L'objet de cette note est d'apporter quelques éléments de la littérature permettant de comprendre cette désaffection pour la gestion active.

L'arithmétique de la gestion active

Sharpe dans un article de trois pages de 1991 et au titre sans équivoque, « L'arithmétique de la gestion active »², pose la question de savoir si la gestion active peut battre le marché dans son ensemble. Il fait l'hypothèse que les investisseurs se partagent en deux groupes : les gestionnaires actifs et les gestionnaires passifs. Les premiers se composent de tous les gestionnaires qui détiennent un portefeuille composé de seulement une partie des titres du marché. Il énonce alors les deux assertions suivantes :

- (1) Avant la prise en compte des coûts de transaction, la rentabilité d'un fonds géré activement est égale à celle d'un fonds indexé sur le marché.
- (2) En tenant compte des coûts de transaction, la rentabilité d'un fonds géré activement est inférieure à celle d'un fonds indexé sur le marché.

La première assertion se justifie par le fait que la rentabilité du marché (R_m) doit être égale à la moyenne pondérée de la rentabilité des fonds gérés de façon passive (R_p) et de celle des fonds gérés activement (R_a). Comme les deux premières sont forcément identiques alors la troisième l'est aussi.

$$R_m = \alpha.R_p + (1-\alpha).R_a$$

$$\text{Comme } R_m = R_p, \text{ alors } R_p = R_a$$

La deuxième assertion se justifie tout simplement par le fait que la gestion active nécessite de la recherche financière qu'il faut payer, des transactions qui passent par les brokers et divers autres spécialistes qui se font eux aussi rémunérer. Comme la rentabilité brute est la même pour les deux types de gestion, après prise en compte des coûts, la rentabilité nette de la gestion active est forcément inférieure à celle de la gestion passive.

Sharpe va même jusqu'à affirmer que si les mesures sont faites proprement, alors les résultats empiriques doivent confirmer ces vérités mathématiques.

Cornell et ses coauteurs³ soulignent que cette simple analyse est remarquable car elle ne nécessite pas de supposer que les marchés financiers sont compétitifs. Ils peuvent très bien être dominés par de grandes institutions. Elle ne suppose pas que les investisseurs soient rationnels. Elle ne fait pas l'hypothèse que l'information est largement disséminée. Il peut très bien y avoir des transactions

¹ <https://www.greenwich.com/asset-management/there-future-active-management>. La diminution de la part de la gestion active ne signifie pas que le montant des fonds gérés activement n'augmente pas. En volume, le total des fonds gérés activement (gestion active traditionnelle et gestion alternative) est passé de 37 milliards de dollars en 2008 à 56 milliards de dollars en 2015 d'après cette même étude.

² Sharpe, W. 1991, « The arithmetic of active management », *Financial Analysts Journal*, vol. 47, N°1, p. 7-9.

³ Cornell B., S. Cornell et A. Cornell, 2018, *The conceptual foundations of investing*, Wiley. Cf page 27.

faites par des investisseurs ayant des informations d'initiés. Enfin, elle, ne fait pas d'hypothèse sur la nature des rentabilités.

Un des points clés de cette analyse est que si des investisseurs actifs « échappent à l'arithmétique de Sharpe », c'est-à-dire que s'ils sont capables de générer des performances au-delà du marché, alors c'est forcément au détriment d'autres investisseurs actifs qui seront les perdants. Et cela, que le marché soit efficient ou pas^{4,5}. C'est plutôt une mauvaise nouvelle pour les investisseurs individuels. On peut en effet penser que les gestionnaires professionnels qui ont plus de moyens à déployer et sont plus sophistiqués dans leur approche fassent partie du groupe des investisseurs gagnants au détriment des investisseurs moins sophistiqués que sont les investisseurs individuels. C'est précisément ce que montre la littérature académique. Une étude portant sur les investisseurs de Taiwan a mesuré que les institutions financières généraient un excès de rentabilité de 1,5% alors que les investisseurs individuels sous-performaient le marché de 3,8% en moyenne pendant ce temps⁶.

Pedersen⁷ se montre plus circonspect quant à l'arithmétique de Sharpe. Il observe que les gérants passifs encourent eux aussi des coûts, lors de la réorganisation des indices par exemple, et que les gérants actifs peuvent bénéficier de situations qui les amènent à générer des performances supérieures à celle des gérants passifs. C'est le cas par exemple lorsque ces derniers participent aux introductions en bourse de sociétés nouvelles, aux augmentations en capital ou aux opérations de rachat d'actions. Il s'agit d'autant d'occasions d'engranger des gains dont ne peuvent pas profiter les gérants indiciels. Il défend la thèse selon laquelle l'arithmétique de Sharpe ne tient pas compte du fait que le marché change en permanence avec l'introduction de nouvelles sociétés et la disparition d'autres. Il conclut néanmoins que les études empiriques montrent qu'en moyenne la performance de la gestion active avant la prise en compte des frais correspond bien à la rentabilité moyenne du marché, et que même dans les études qui font apparaître une surperformance par rapport au marché avant prise en compte des frais⁸, celle-ci est largement absorbée par les frais. Au total, un investisseur individuel « moyen » est bien inspiré en plaçant son argent dans un fonds indiciel à bas coût. Il ajoute aussi qu'il est très difficile d'identifier un gérant qui sera à même de générer une performance nette au-delà du marché. Trouver un bon gérant de portefeuille est un exercice aussi difficile que de trouver les bonnes valeurs pour constituer un portefeuille. Cela nécessite beaucoup d'investissement et seuls les investisseurs professionnels en sont capables.

La rentabilité nette des fonds actifs n'est pas supérieure à celle des indices de référence

De très nombreuses études l'ont montré, et il est hors de notre propos d'en faire une revue. Nous renvoyons le lecteur aux manuels de gestion de portefeuille ou aux articles qui en font une

⁴ Cf Cornell et al, pages 38 et suivantes pour plus de développement.

⁵ Ce point est fondamental. La gestion indicielle ne repose pas sur le fait que le marché soit efficient mais sur le fait qu'il est difficile de savoir quel fonds actif sera en mesure de battre le marché. Dès lors, il est plus raisonnable pour un investisseur d'investir dans un fonds indiciel dont le coût est faible plutôt que de prendre le risque d'investir dans un fonds actif à la performance aléatoire et à un coût plus élevé. Sur l'importance de l'ensemble des coûts dans la performance nette des fonds, voir Bogle J., 2014, « The arithmetic of « all-in » investment expenses », *Financial Analysts Journal*, January-February, p. 13-21.

⁶ Cf Barber B., Y.-T. Lee, Y.-J. Liu et T. Odean, 2009, « Just how much do individual investors lose by trading ? », *Review of Financial Studies*, vol. 2, N°2, p. 609-632. L'étude porte sur le marché taïwanais du fait que les auteurs ont eu accès à une base de données unique regroupant les transactions de tous les investisseurs avec l'identité de chaque trader.

⁷ Pedersen L. H., 2018, « Sharpening the arithmetic of active management », *Financial Analysts Journal*, vol. 74, N°1, p. 21-36.

⁸ Voir par exemple Berk J. et J. van Binsbergen, 2015, « Measuring skill in the mutual fund industry », *Journal of Financial Economics*, vol. 118, N°1, p. 1-20.

synthèse⁹. Juste à titre d'illustration, à partir de la base de données S&P, Cornell et al. ont dénombré le nombre de fonds d'investissement qui surperforment leur benchmark sur différents horizons. Le tableau ci-dessous présente la proportion de fonds qui surperforment le marché en fonction des années. Les résultats, conformes à tous ceux de la littérature académique, montrent bien qu'ils sont moins de 50% à le faire chaque année et que leur capacité à le faire plusieurs années de suite décroît rapidement¹⁰.

Nb de fonds	type de fonds	benchmark	% de fonds surperformant leur benchmark				
			1 an	3 ans	5 ans	10 ans	15 ans
866	All large-cap	S&P 500	43,44	18,15	17,32	14,92	6,82
543	All small-cap	S&P SmallCap 600	41,45	11,26	6,17	5,94	5,57

Une explication souvent avancée pour expliquer cette incapacité à battre le marché est le montant des frais de gestion. Une des études les plus citées sur le sujet est probablement celle de Wermers¹¹. A partir d'une base de données exhaustive des fonds actions américains, l'auteur a calculé que les titres détenus dans ces fonds surperformaient le marché de 1,3% en moyenne alors que l'alpha des fonds était en moyenne négatif, -1% précisément. Il a réussi à mettre en évidence que cette déperdition de performance vient pour 0,7% du fait que les fonds détiennent toujours un peu de liquidité pour faire face aux problèmes de gestion des rachats de parts. Les 1,6% restant viennent des frais de gestion et de transaction. Observer que les fonds actifs ne permettent pas de générer une rentabilité en excès du marché ne signifie donc pas que les gestionnaires professionnels ne sont pas en mesure de faire en moyenne un bon stock-picking¹². Berk et Green¹³ montrent aussi, qu'avant les frais, 80% des gérants actifs surperforment le marché. Mais cette performance est absorbée par les frais, laissant les investisseurs dans une situation pire que s'ils avaient investi dans des fonds passifs.

Berk porte un autre regard sur les études portant sur la performance des fonds d'investissement. Il refuse la conclusion selon laquelle elles mettent en évidence un manque de talent des gérants dans leur ensemble. C'est un des cinq mythes qu'il remet en cause¹⁴. Selon lui, les investisseurs qui sont capables de repérer les meilleurs fonds d'investissement, c'est-à-dire ceux qui ont une rentabilité en excès du marché, vont acheter des parts de ces fonds et vont continuer tout le temps qu'ils estiment

⁹ Voir par exemple Elton et Gruber, 2013, « Mutual Funds », *Handbook of the Economics and Finance*, Elsevier.

¹⁰ Mauboussin M., D. Callahan et D. Majd dans une étude du Crédit Suisse ont calculé que sur la période 2000-2015, seul 1 fonds d'actions américaines sur 8 surperformait l'indice composite S&P 1500 sur des périodes de 3 et 10 ans. Le ratio n'est que de 1 sur 20 sur une fenêtre de 5 ans. L'étude de Greenwich Associates précédemment citée fait apparaître que pendant l'année 2015 précédant celle de la rédaction, 84% des fonds actions actifs américains ont sous-performé l'indice S&P 500 et 98% d'entre eux ont sous-performé l'indice sur une période de 10 ans.

¹¹ Wermers R., 2000, « Mutual fund performance: an empirical decomposition into stock-picking talent, style, transactions costs, and expenses », *Journal of Finance*, vol. 55, p. 1655-1703.

¹² Cette observation ne remet pas en cause l'arithmétique de Sharpe, mais simplement que les perdants dans cette arithmétique sont d'autres catégories d'investisseurs dont les investisseurs particuliers.

¹³ Berk J. et R. Green, 2004, « Mutual funds flows and performance in rational markets », *Journal of Political Economy*, vol. 112, N°6, p. 1269-1295.

¹⁴ Berk, 2005, « Five myths of active portfolio management », *Journal of Portfolio Management*, Spring, p.27-31. Nous renvoyons le lecteur à l'article pour l'analyse des cinq mythes.

que ce sera le cas. La taille du fonds grossit alors et il arrive un moment où le gérant n'est plus en capacité de générer les performances passées et ses rentabilités s'alignent alors sur celle du marché. La concurrence est telle dans la gestion de fonds que ce sera nécessairement le cas de tous les fonds dont la performance moyenne est alors celle du marché. Berk tire la conclusion de ce raisonnement que la rentabilité d'un fonds ne mesure pas le talent du gestionnaire et qu'il n'est donc pas possible de déduire quoi que ce soit sur le talent des gérants en regardant la performance des fonds. Selon lui, le fait que les gérants actifs ne battent pas en moyenne les gérants passifs signifie simplement que le marché des capitaux est très compétitif. Il rejoint une des conclusions de Malkiel qui est que surperformer le consensus de centaines de milliers de professionnels travaillant dans les meilleures institutions financières est quasi-impossible. Nous pouvons donc accepter la conclusion de Berk mais il n'en reste pas moins, ce qu'il admet, que les investisseurs ne profitent pas du talent des gérants. Leur performance incrémentale est complètement absorbée par les frais facturés aux investisseurs. Pour comprendre pourquoi l'investisseur final ne bénéficie pas du talent des gérants, il est nécessaire de s'intéresser à l'arithmétique des frais de gestion.

L'arithmétique des frais de gestion¹⁵

Pour Malkiel¹⁶, les économies d'échelle faite sur l'accroissement des montants gérés par les *mutual funds* ont été entièrement captées par cette industrie. Le montant géré dans les *mutual funds* actions est passé de 26 milliard de dollars en 1980 à 3,5 billions de dollars en 2010 correspondant à une multiplication par 135. Il aurait dû en résulter une baisse des frais pour les investisseurs correspondant aux économies d'échelle. Le ratio des frais sur les montants gérés est pourtant resté relativement stable sur la période (autour de 0,70%) mais, rapporté aux montants gérés, cela correspond à une croissance de 170,8 millions de dollars à 24 143 milliards soit une multiplication par 141. La croissance des frais a donc été légèrement supérieure à celle des montants gérés. Sa conclusion est que les économies d'échelle ont entièrement profité à l'industrie de la gestion des fonds et pas à l'investisseur. Si l'on se concentre uniquement sur la gestion active, le ratio des frais de gestion est passé de 0,66% à 0,90% sur la même période. La stabilité globale est donc due uniquement à la croissance de la gestion passive qui représentait 0,3% des montants gérés en 1980 et 29,1% en 2010. Il observe aussi que les deux-tiers environ des fonds sous-performent leur benchmark et la croissance des frais ne se justifie donc pas par la valeur ajoutée de la gestion active. Les fonds de valeurs de petites et moyennes capitalisations, ceux de valeurs internationales et de valeurs de marchés émergents ont les pires performances alors que les professionnels considèrent ces marchés comme moins efficaces que ceux des grosses capitalisations. Si c'est le cas, ils ne sont donc pas en mesure d'en profiter. Analysant les fonds actions qui existaient en 1970 et qui ont survécu jusqu'en 2010, soient 92 seulement sur les 358 actifs en 1970, seuls quatre ont eu une rentabilité annuelle moyenne en excès du marché supérieure à 2% et 36 une rentabilité excédentaire positive. Il est légitime de supposer que ceux qui ont disparu ont eu les moins bonnes performances¹⁷. Sa conclusion est sans ambages, il estime que les investisseurs ont payé 0,64% de la capitalisation boursière « en recherche futile » de performance¹⁸. La question se pose bien évidemment de savoir pourquoi les investisseurs acceptent de payer des frais aussi élevés pour une

¹⁵ Voir Sharpe W., 2013, « The arithmetic of investment expenses », *Financial Analysts Journal*, vol. 69, N°2, p. 34-41. Voir aussi l'analyse complémentaire de John Bogle citée en note 5.

¹⁶ Malkiel B., 2013, « Asset management fees and the growth of finance », *Journal of Economic Perspectives*, vol. 27, N°2, p.97-108.

¹⁷ Malkiel analyse aussi la performance des fonds obligataires et montre qu'ils sont encore moins nombreux à battre leur benchmark.

¹⁸ Il souligne que ce chiffre est proche des 0,67% calculé par French sur une autre période. Voir French K., 2008, « Presidential address : The cost of active investing », *Journal of Finance*, vol. 63, N°4, p.1537-1573.

gestion dont ils ne tirent pas les bénéfices. C'est l'un des nombreux puzzles de la théorie financière. Malkiel apporte plusieurs pistes de réponse. Tout d'abord, il est possible que les investisseurs considèrent que la qualité du service est corrélée au prix qu'ils payent comme pour d'autres produits ou services. Ils sont alors prêts à payer des frais plus élevés pour acheter les fonds de sociétés de gestion réputées plutôt que des fonds indiciels génériques. Il est aussi possible que la publicité des sociétés de gestion mettant en avant leur savoir-faire convainque les investisseurs. Malkiel rappelle que John Bogle, dans son ouvrage phare¹⁹, considère l'industrie de la gestion de fonds comme une industrie marketing et que la publicité est souvent trompeuse. Malkiel met aussi en avant l'hypothèse de l'excès de confiance que peuvent manifester les investisseurs lorsqu'ils estiment être en mesure de choisir les valeurs qui auront de bonnes performances et les gérants les plus talentueux. Le fait que les investisseurs institutionnels acceptent de payer des frais excessifs est plus surprenant. Il s'agit d'investisseurs sophistiqués pour lesquels il est difficile de penser qu'ils acceptent de payer naïvement des frais élevés en contrepartie d'une rentabilité qui n'est pas à la hauteur²⁰. Trois facteurs permettent d'expliquer cette énigme. Tout d'abord, ces investisseurs eux aussi peuvent faire preuve d'excès de confiance voir d'*hubris* et penser qu'ils pourront obtenir des performances en excès du marché, même si les études montrent que ce n'est pas le cas. Dans le prolongement de cette hypothèse, Cornell, Hsu et Nanigian²¹ s'étonnent que les professionnels de l'investissement préfèrent recruter des gérants qui ont eu de bonnes performances sur les trois années passées alors qu'ils se débarrassent volontiers de ceux qui ont contre-performé pendant trois ans. L'étude de leurs performance les trois années suivantes montrent qu'il faudrait faire l'inverse ! Certes, la performance passée est un critère parmi d'autres de sélection des gérants de la part des professionnels mais en l'occurrence il s'avère très mauvais dès lors que les études montrent une absence de persistance des performances. Les données de Cornell et ses co-auteurs montrent qu'il vaudrait mieux recruter les gérants qui ont sous-performé pendant trois ans et se séparer des autres. Ils conviennent que ce serait difficilement acceptable dans le contexte professionnel mais il n'en reste pas moins qu'il est curieux que les investisseurs professionnels fassent des choix sur des critères peu pertinents et contre toute évidence empirique. Il n'est donc pas surprenant que la part des investisseurs institutionnels dédiée aux produits indiciels dans leur portefeuille ne cesse de croître. Malkiel rapporte qu'elle représentait un tiers des investissements des investisseurs professionnels à la date de rédaction de son article. Cette part est de 60% aux Etats-Unis en 2017 et de l'ordre de 20% seulement pour les investisseurs individuels²².

Le paradoxe de la gestion active

Le paradoxe de la gestion active vient du fait que ce sont les gérants actifs qui rendent le marché efficient en identifiant les sources de sur ou sous-évaluation des titres. Malkiel souligne qu'il y a en quelque sorte une utilité sociale de la gestion active. En revanche, il est moins clair de savoir quel poids elle doit représenter par rapport à la gestion passive. Si les investisseurs étaient tous passifs, le marché serait très inefficace à la fois au niveau informationnel mais aussi dans son rôle premier de bonne allocation de l'épargne. Nous sommes loin de cette situation et la part de la gestion passive

¹⁹ Bogle J., 2010, *Common sense on mutual funds : Fully updated 10th anniversary edition*, Wiley.

²⁰ Précisons que les frais payés par ces investisseurs sont inférieurs à ceux payés par les investisseurs individuels. Leur pouvoir de négociation peut être élevé.

²¹ Cornell B., J. Hsu et D. Nanigian, 2016, « The harm in selecting funds that have recently outperformed », https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2732060

²² Voir l'étude de Mauboussin M., D. Callahan et D. Majd, 2017, « Looking for easy games. How passive investing shapes active management », Crédit Suisse : https://research-doc.credit-suisse.com/docView?language=ENG&format=PDF&sourceid=em&document_id=x745112&serialid=knrGGNw%2bo620toTTx96qBQ%3d%3d

risque d'augmenter dans un futur proche. Il est probable aussi qu'elle attire de plus en plus d'investisseurs individuels.

Sabrina Chikh, Professeur associé, SKEMA Business School

Pascal Grandin, Professeur, FFBC-IMMD, Université de Lille

Octobre 2019