

La persistance de la gestion active

La persistance de la gestion active et surtout sa progression en volume de fonds gérés reste une énigme^{1,2}. La littérature académique a montré de longue date qu'il n'est en moyenne pas possible de battre la rentabilité moyenne offerte par le marché. C'est conceptuellement impossible comme le met en évidence William Sharpe dans son article de 1991³. Et les études empiriques montrent dans leur grande majorité que la performance des fonds gérés activement n'est pas supérieure à celle du marché⁴. Si l'on regarde plus en détail, en termes de rentabilité brute, l'alpha dégagé par les professionnels est de l'ordre de 0,40% à 0,50%. Si l'on déduit de ces rentabilités les frais de gestion des fonds, alors l'alpha net est négatif de l'ordre de -0,50% à -0,60%⁴. Seuls 3% des gestionnaires dégagent une rentabilité suffisante pour compenser les frais de gestion⁵. Ce qui n'est donc pas le cas pour les 97% restant ! La capacité des gestionnaires de fonds à battre le marché avec régularité n'a pas été démontrée, de plus, identifier les fonds dont l'alpha va persister à court terme reste très aléatoire. Comme le dit, entre autres, Fama « les performances passées comportent une tonne de bruits aléatoires qui rend difficile, voire impossible, la distinction entre chance et compétence »⁶. Les tests effectués par Fama et French⁷ font d'ailleurs apparaître qu'il y a plus de gestionnaires qui dégagent des alphas positifs que ne le voudrait la chance mais il en a plus aussi qui génèrent des alphas négatifs. Se baser sur la performance passée ne suffit pas. Des études utilisant des techniques économétriques avancées montrent que l'alpha persiste seulement sur certains des meilleurs fonds et que la performance décroît rapidement à court terme⁸. A cela, il faut ajouter que les alphas ne sont pas suffisamment élevés pour couvrir les frais facturés à l'investisseur. Comme le résume Stewart dans un ouvrage dédié à la sélection des gérants de portefeuille « réussir à capter la valeur ajoutée en sélectionnant des gestionnaires compétents est un défi »⁹. , il ajoute : « tant l'investisseur moyen que le professionnel hautement qualifié ne réussissent que partiellement, dans le meilleur des cas, à sélectionner des gestionnaires qui ajoutent de la valeur. En fait, la plupart des recherches montrent

¹ La part de la gestion passive dans le volume des montants gérés est croissante mais la croissance de la gestion active reste positive.

² Nous nous intéressons dans cette note à la gestion collective principalement. Les investisseurs individuels peuvent trouver un plaisir à « boursicoter » indépendamment de la performance de leur portefeuille.

³ Sharpe, W. 1991, « The arithmetic of active management », *Financial Analysts Journal*, vol. 47, N°1, p. 7-9.

⁴ Voir par exemple Barras L. O. Scaillet et R. Wermers (2010), « False discoveries in mutual fund performance: Measuring luck in estimated alpha », *Journal of Finance*, vol. 65, p. 1269-1295 ou Fama E. et K. French (2010), « Luck versus skill in the cross section of mutual funds returns », *Journal of Finance*, vol. 65, p. 1915-1947.

⁵ Cf Fama et French (2020), réf. citée.

⁶ Fama E. et R. Litterman (2012), « An experienced view on markets and investing », *Financial Analysts Journal*, vol. 68, N°6, p. 15-19, cité page 17.

⁷ Voir Fama E. et K. French (2010), article cité.

⁸ Voir par exemple Kosowski R., A. Timmermann, R. Wermers et H. White (2006), « Can mutual fund 'stars' really pick stocks? New evidence from bootstrap analysis », *Journal of Finance*, vol. 61, N°1, p. 2551-2595. Voir aussi Barras et al. (2010), article cité. Kosowski et al. (2006) utilisent la méthode économétrique dite « du bootstrap », comme Fama et French (2010) mais arrivent à des conclusions opposées. Pour une analyse économétrique de ces deux articles, voir Harvez C. et Y. Liu (2020), « Luck versus skill in the cross-section of mutual fund returns : Reexamining the evidence » :

https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3623537. Ces derniers auteurs montrent que Kosowski et al. (2006) surestiment le nombre d'alphas positifs et significatifs tandis que Fama et French (2010) les sous-estiment. Ils proposent une autre application de la technique permettant d'atténuer les différents biais des études citées.

⁹ Stewart S. (2013) *Manager selection*, CFA Institute, page 32.

que ces efforts entraînent une perte de valeur »¹⁰. Pourquoi la demande de la part des investisseurs pour la gestion active reste-t-elle aussi forte ? Au moins trois explications peuvent être avancées : (1) la croyance fautive en la surperformance de la gestion active, (2) les biais cognitifs des investisseurs et (3) la promotion de la gestion active, plus rémunératrice que la gestion indicielle, par l'industrie de la gestion de fonds.

La croyance fautive en la surperformance de la gestion active

La première est celle d'un manque d'information à l'origine de croyances fautes. N'étant pas au fait des résultats académiques sur la performance des fonds d'investissement, une grande partie des investisseurs pensent légitimement qu'un gestionnaire actif peut dégager une performance supérieure à celle des fonds indiciels. Imaginer qu'un gérant n'étant pas en permanence à la recherche d'information pour l'aider à faire prendre les bonnes décisions puisse générer une performance à la hauteur de la gestion active peut paraître perturbant pour pas mal d'investisseurs. Il s'agit d'une croyance qui peut avoir une certaine légitimité et qui est rationnelle du point de vue de l'agent¹¹. En effet la société valorise le travail et l'activité de façon générale, considérant que l'inactivité n'est pas acceptable. Une étude de 2013 teste cette idée auprès de responsables de l'investissement dans les fonds de pension australiens ainsi que de consultants en gestion d'actifs. Elle montre que c'est effectivement ce que pensent les gestionnaires. Il ressort d'ailleurs que plus de 70% des professionnels sont convaincus de l'intérêt de la gestion active¹² et que plus de 70% d'entre eux s'estiment capables de sélectionner les titres qui vont surperformer le marché.

La perception des investisseurs peut aussi être biaisée, ils peuvent avoir des doutes concernant le niveau d'efficacité du marché financier et même être parfaitement convaincus de sa totale inefficacité. Ils observent aussi régulièrement des gérants qui battent le marché, ce qui est tout à fait normal puisque le hasard fait qu'en termes de rentabilité brute, la moitié d'entre eux le bat sur une année donnée. Pour alimenter ce biais, notons aussi que les sociétés de gestion mettent en avant les fonds d'investissement qui ont eu de bonnes performances passées¹³. Tous ces éléments factuels peuvent amener les investisseurs à croire sincèrement que la gestion active est à même de surperformer le marché dans son ensemble.

Les économistes Choi et Robertson¹⁴ ont interrogé un panel d'Américains, investisseurs ou pas, sur leurs croyances en finance. 55% d'entre eux savent ce qu'est un fonds d'investissement et 35% ont déjà investi dans des parts d'un fonds actif. 51% des investisseurs dans les fonds actifs pensent que ces derniers ont des rentabilités supérieures aux fonds passifs. 46% de tous les répondants pensent aussi que la performance passée est une preuve évidente du talent des gestionnaires. Ce pourcentage est même de 56% parmi les investisseurs les plus fortunés.

Enfin, dans certaines circonstances, la gestion active fait mieux que la gestion passive en termes de performance. C'est le cas lorsque les marchés d'actions sont orientés à la baisse. Cette raison n'est

¹⁰ Stewart S. (2013), page 75.

¹¹ Sur les croyances et leur rationalité du point de vue des individus, voir Bronner G., « L'empire des croyances », 2018, PUF, coll. Quadrige.

¹² Bird R., J. Gray et M. Scotti (2013), « Why do investors favor active management... to the extent they do? », *Rotman International Journal of Pension management*, vol 6, N°2, p. 6-17.

¹³ Jain P. et J.S. Wu (2000), « Truth in mutual fund advertising: Evidence on future performance and fund Flows », *Journal of Finance*, vol. 55, N°2, p. 937-958. Les auteurs montrent que les fonds qui ont fait l'objet d'une publicité sous-performent très largement le marché ainsi que la performance moyenne de leur famille de gestion après que la publicité ait été faite.

¹⁴ Choi J. et A. Robertson (2020), « What matters to individual investors: Evidence from horse's mouth », *Journal of Finance*, vol. 75, N°4, p. 1965-2020.

toutefois pas satisfaisante pour justifier la gestion active. En effet, si on considère que les marchés d'actions offrent en moyenne une rentabilité positive à long terme et que les investisseurs sont incapables de prévoir les retournements de marché¹⁵, ces derniers ne devraient pas modifier leur portefeuille et afin de pouvoir profiter de la hausse à long terme.

Les biais cognitifs des investisseurs

Les investisseurs, comme tout un chacun, sont sujets à des biais tels que l'excès de confiance ou l'illusion du contrôle¹⁶ qui les poussent à croire qu'ils sont capables d'établir les meilleures stratégies d'investissement¹⁷. De plus, plusieurs études ont mis en évidence que les investisseurs n'hésitent pas à investir dans les fonds d'investissement pour lesquels les frais sont élevés, surestimant leurs capacités à battre le marché au-delà de ces frais^{18,19}. L'une d'entre elle met en évidence que c'est aussi le cas pour les fonds indiciaires²⁰. C'est d'autant plus étonnant dans ce cas. En effet, les rentabilités des fonds étant très proches pour un même indice suivi, les écarts de performance se font sur le montant des frais facturés au client. Il devrait alors privilégier les fonds pour lesquels ils sont les plus faibles. De nombreuses études ont aussi mis en évidence que la performance passée des fonds était un critère de choix d'investissement pour les particuliers alors qu'il n'y a pas de persistance de la performance²¹. Ces comportements peuvent s'expliquer par des biais. Bailey et ses co-auteurs²² ont étudié l'importance de ces biais dans la sélection des fonds d'investissement de la part d'investisseurs particuliers. L'originalité de cette étude est de combiner un ensemble de biais²³ qui font apparaître cinq types de profils d'investisseurs : les joueurs, les sophistiqués, les sur-confiants, ceux qui souffrent d'un cadrage trop étroit dans leurs choix d'investissement et les investisseurs matures. Les investisseurs les plus sophistiqués, qui sont les mieux informés, ont les revenus les plus élevés, sont les plus âgés et ont le plus d'expérience, sont ceux qui font les meilleurs choix de fonds. Ils détiennent leurs fonds plus longtemps et sont attentifs aux frais avec comme conséquence d'avoir une performance globale de leur allocation d'actifs meilleure que celle des autres. Au contraire, les investisseurs les plus sujets aux biais cognitifs font des choix de fonds plus hasardeux. Ils achètent des

¹⁵ A notre connaissance, aucun gestionnaire n'a laissé son nom dans l'histoire de la gestion de portefeuille pour ses talents de *market-timing*.

¹⁶ L'illusion du contrôle fait référence au fait que nous avons tendance à surestimer notre capacité à contrôler les événements.

¹⁷ Voir Gort par exemple: Gort C. (2009), « Overconfidence and active management. An empirical study across swiss pension plans », *Journal of Behavioral Finance*, vol. 10, N° 2, p. 69-80.

¹⁸ Voir Gruber M. (1996), « Another puzzle: The growth in actively managed mutual funds », *Journal of Finance*, vol. 56, p. 783-810 et Barber B., T. Odean et L. Zheng (2005), « Out of sight, out of mind: The effects of expenses on mutual fund flows », *Journal of Business*, vol. 78, p. 2095-2120.

¹⁹ Une explication possible est de considérer que les investisseurs estiment que le coût des fonds reflèterait la qualité de la gestion et la capacité des gérants à battre le marché, ce qui n'est pas le cas.

²⁰ Elton E., M. Gruber et J. Busse (2004), « Are investors rational? Choices among index funds », *Journal of Finance*, vol. 59, N°1, p. 261-288.

²¹ Voir à titre d'exemple l'étude de Sirri E. et P. Tufano (1998), « Costly search and mutual fund flows », *Journal of Finance*, vol. 54, p. 1589-1622.

²² Bailey W., A. Kumar et D. Ng (2011), « Behavioral biases of mutual funds investors », *Journal of Financial Economics*, vol. 102, p. 1-27. L'étude porte sur les transactions effectuées par plus de 32 000 investisseurs particuliers sur la période 1991-1996.

²³ Les biais mesurés sont l'effet de disposition, le cadrage trop étroit, l'excès de confiance, le biais d'investissement local, la préférence pour les titres s'apparentant à une loterie et l'effet d'inattention. Voir notre ouvrage Chikh S. et P. Grandin (2016), *Finance comportementale*, Economica pour une définition de ces biais et leurs différentes manifestations sur le marché financier.

fonds avec des frais plus élevés, les conservent en moyenne moins longtemps et ont un mauvais *market-timing*. Ils ont aussi tendance à les acheter sur la base de leurs performances passées. Les biais cognitifs n'affectent pas la performance des investissements dans les fonds indiciels. Les auteurs observent que les investisseurs qui choisissent ces fonds sont moins sujets à l'excès de confiance ainsi qu'à d'autres biais que les autres investisseurs. Ils ajoutent que si les investisseurs font de mauvais choix d'actifs ou de fonds, ils peuvent être malgré tout persuadés d'avoir pris de bonnes décisions et de leur efficacité. L'illusion de la validité²⁴ les conduit à oublier leurs mauvaises décisions pour ne retenir que les bonnes. Les boursicoteurs, par exemple, ont généralement un très bon souvenir de leurs « bonnes affaires » et ont tendance à oublier leurs choix plus malheureux.

Qu'en est-il des investisseurs institutionnels ? Ils payent des frais de gestion plus faibles que les autres investisseurs et ont aussi accès à de meilleures informations sur le talent des gestionnaires. Ils peuvent estimer qu'ils ont plus à gagner en faisant appel à la gestion active. Lorsqu'ils sont interrogés, ils mettent en avant leur croyance en la gestion active même s'ils sont conscients de l'arithmétique de Sharpe²⁵. Ils avancent tout un ensemble de raisons pour justifier qu'ils recourent à la gestion active. La principale d'entre elles est qu'ils s'estiment capable de sélectionner les meilleurs gérants²⁶. Si les investisseurs institutionnels sont plus sophistiqués que les investisseurs particuliers, Stewart rappelle dans son ouvrage qu'ils ne sont pas à l'abri de prendre de mauvaises décisions. C'est le cas notamment lorsqu'il s'agit de remplacer les gestionnaires avec lesquels ils travaillent. Des études sur les fonds de pension montrent que les gestionnaires dont ils se séparent ont de meilleures performances après que cette décision soit prise, comparées aux performance moyennes des nouveaux gestionnaires recrutés²⁷. Goyal et Wahal avancent trois raisons pouvant expliquer que les gérants des fonds institutionnels tels que les fonds de retraite persistent à recruter et à se séparer de gestionnaires sans que ces décisions n'aient d'effet sur la rentabilité. La première est celle de l'excès de confiance (qu'ils appellent *hubris*) dans leur capacité à anticiper les performances futures des gestionnaires recrutés et remerciés. La deuxième, plus cynique, est de justifier ainsi leur emploi en prenant ces décisions et faisant croire qu'elles sont bénéfiques pour le fonds. Enfin, une troisième explication est que ces décisions ne seraient peut-être pas aussi coûteuses pour le fonds et que les études académiques ne seraient pas en mesure de le mettre en évidence. Charles Ellis, le fondateur de la société de services en investissement Greenwich Associates, est plus critique sur la façon dont les décisions sont parfois prises²⁸. Il pense que les investisseurs peuvent être influencés par les arguments des promoteurs de la gestion active mais aussi pour certains d'entre eux par les conseillers en investissement. Ellis met aussi en avant la responsabilité des comités d'investissement, dont il a fait partie, à la tête de certaines institutions qui selon lui passent plus de temps lors des réunions à faire autre chose que de s'intéresser sérieusement à une bonne évaluation de la performance des fonds. Ils écoutent une multitude de présentations de différents gestionnaires « toujours intéressantes et bien documentées, (...) elles

²⁴ Une conséquence de l'illusion de la validité est que nous avons trop confiance dans des jugements qui sont très incertains et cette confiance persiste même quand les faits viennent contredire nos croyances.

²⁵ Voir par exemple Foster F.D. et G.J. Warren (2016), « Interviews with institutional investors: The how and why of active investing », *Journal of Behavioral Finance*, vol. 17, N°1, p. 60-84. Les investisseurs interrogés sont des investisseurs institutionnels. Même s'ils défendent la gestion active dans certaines circonstances, il faut souligner qu'ils font aussi appel à la gestion indicielle.

²⁶ C'est le cas de huit parmi les dix investisseurs interrogés.

²⁷ Voir Stewart S., J. Neumann, C. Knittel et J. Heisler (2009), « Absence of value: An analysis of investment allocation decisions by institutional plan sponsors », *Financial Analysts Journal*, vol. 65, N°6, p. 1-18. Voir Goyal A. et S. Wahal (2008), « The selection and termination of investment management firms by plan sponsors », *Journal of Finance*, vol. 63, N°4, p. 1805-1847. Voir aussi Stewart (2013) pour d'autres références d'études, pages 92 et 93.

²⁸ Ellis C. (2012), « Murder on the Orient Express : The mystery of underperformance », *Financial Analysts Journal*, vol. 68, N°4, p. 13-19.

peuvent, lorsqu'elles sont combinées, se fondre dans la mémoire de la plupart des membres du comité en un grand "puzzle désassemblé" de données, de concepts, d'options et de projections »²⁹. Vient ensuite le travail consistant à décider des gestionnaires à renouveler, ceux dont il faut se séparer et de recruter les nouveaux qui viennent les remplacer. Les comités sont certes différents d'une institution à l'autre dans leur organisation et dans les membres qui en font partie mais, pour Ellis, ils travaillent avec comme handicaps de penser que la performance passée des gestionnaires est une information pertinente pour évaluer leur capacité future, d'être sujets à la pensée de groupe et de réagir de façon excessive aux événements récents. Ils devraient, selon lui, passer moins de temps à la gestion des investissements et plus de temps à la bonne gouvernance ³⁰.

Les intérêts de l'industrie de la gestion de fonds

Une troisième explication à la persistance de la gestion active peut venir tout simplement du fait que les professionnels ont un intérêt à son développement et l'encouragent. Du côté des offreurs de fonds, il est clair qu'ils gagnent plus d'argent avec la gestion active qu'avec la gestion passive. Ils ont donc intérêt à en faire la promotion et à utiliser tout type d'arguments pour la justifier³¹. Charles Ellis met en avant le fait que les gestionnaires n'hésitent pas à magnifier la présentation de leurs performances en adaptant aussi bien les périodes que les benchmarks³².

Dans le cas des investisseurs particuliers, le rôle des conseillers en investissements peut expliquer la persistance de la gestion active puisque les commissions qu'ils touchent sur ce type de gestion sont plus élevées que celles encaissées sur la gestion indicielle. De façon plus générale, ils auraient intérêt à recommander d'investir dans les fonds pour lesquels ils toucheraient les commissions les plus élevées. Ces produits ne sont pas forcément les plus adaptés à la situation de l'investisseur. Une autre hypothèse est qu'ils sont eux-mêmes malavisés et qu'ils recommandent des fonds gérés activement et coûteux en termes de frais parce qu'ils estiment sincèrement que la performance de la gestion active domine celle de la gestion passive. Cette hypothèse est testée dans un article de 2021³³ qui consiste à regarder si les conseillers en investissement souscrivent aux mêmes parts de fonds que ceux qu'ils recommandent à leurs clients. Si c'est le cas, leurs conseils sont sincères et correspondent bien à ce qu'ils pensent. Cela les conduit à détenir un portefeuille qui sous-performe les indices de référence comme celui de leurs clients. Leurs résultats sont édifiants. Ils observent qu'à la fois les clients et leurs conseillers ont tendance à acheter des fonds d'investissements gérés activement, pour lesquels la performance passée était plus élevée que celle du marché et avec des frais de gestion élevés. L'alpha moyen de leurs investissements est largement négatif : -3%. Tout un ensemble de résultats que nous ne détaillerons pas ici montrent que les clients sont assez fortement influencés par leur conseiller. De ce fait, les différences de croyances entre les conseillers influencent la performance des portefeuilles des clients. Par exemple, les clients des 10% de conseillers qui ont les meilleures performances sur leur

²⁹ Ellis (2012), page 18.

³⁰ Il fait référence à l'évaluation des capacités de supervision de la gestion interne du fonds, la compréhension des coûts réels de la gestion active des investissements, la clarification des objectifs à long terme et de la tolérance au risque à court terme, l'élaboration de politiques d'investissement réalistes, la détermination de la cohérence avec laquelle les actions répondent aux politiques convenues, et à la capacité de poser des questions approfondies sur le processus suivi par la direction opérationnelle du fonds et son comité d'investissement.

³¹ Voir le paragraphe sur l'arithmétique des frais de gestion dans notre note « L'énigme de la gestion active », réf. citée, page 4.

³² Ellis C. (2012), « Murder on the Orient Express: The mystery of underperformance », *Financial Analysts Journal*, vol. 68, N°4, p. 13-19.

³³ Linnainmaa J., B. Melzer et A. Previtro (2021), « The misguided beliefs of financial advisors », *Journal of Finance*, vol. 76, N°2, p. 587-621. L'étude porte sur plus de 4000 conseillers en investissement indépendants et sur plus de 500 000 de leurs clients sur la période allant de 1999 à 2013.

portefeuille en bénéficient puisqu'ils gagnent en moyenne 1,7% de rentabilité annuelle de plus que les clients des 10% de conseillers les moins performants. De la même façon, le montant des frais de gestion des fonds souscrits par les clients correspond à ceux des fonds souscrits par les conseillers. Enfin, il en va de même pour le risque spécifique des fonds. La conclusion de cette étude est qu'à partir du moment où les conseillers eux-mêmes ³⁴des croyances erronées sur la performance de la gestion active, il ne faut pas s'attendre à ce qu'ils expliquent à leurs clients qu'il serait dans leur intérêt d'investir dans la gestion passive. French s'interrogeait dans son article de 2008 sur la rationalité de la gestion active⁽¹⁰⁾. Il voyait deux hypothèses au fait que les investisseurs continuent à acheter des fonds qui sous-performent le marché : un excès de confiance de la part des investisseurs ou alors une incapacité à comprendre que la gestion active est un jeu à somme nulle. Les résultats de cette nouvelle étude sont compatibles avec ces deux hypothèses de French.

L'importance des frais de gestion

En faisant l'hypothèse optimiste que la rentabilité brute d'une partie des fonds d'investissement soit supérieure à celle du marché, l'importance des frais de gestion est fondamentale pour savoir si les investisseurs peuvent avoir un intérêt à y souscrire compte tenu de son faible niveau. Comme le notent Foster et Warren³⁵, pour tout frais de gestion supérieurs à 1%, il est difficile de justifier le recours à la gestion active sans faire l'hypothèse de biais cognitif. Gerakos et ses co-auteurs étudient la rentabilité des fonds institutionnels dans une étude récente³⁶. Ils observent que la rentabilité brute dégagée par des fonds institutionnels en excès des benchmarks s'élève en moyenne à 0,75% en valeur brute et 0,31% en valeur nette du fait justement de frais de gestion plus faible (entre 0,50 et 0,60% sur les fonds d'actions américaines) que ceux facturés aux investisseurs individuels. Le pouvoir de négociation des investisseurs institutionnels plus important que celui des investisseurs privés leur permettrait ainsi de capter une partie de la surperformance brute des gestionnaires professionnels. Il faut aussi souligner que les montants gérés par les gestionnaires sélectionnés dans le cadre de la gestion institutionnelle sont largement plus importants que la taille moyenne des fonds mutuels. Enfin, tandis que 45% des fonds destinés aux gérants institutionnels ont en moyenne des alphas bruts négatifs, c'est le cas de 57% des fonds mutuels. Les auteurs remarquent aussi que la surperformance des fonds gérés est due en totalité à une exposition à des facteurs faisant l'objet d'une rémunération par le marché. La question se pose donc de savoir si elle est due à l'habileté des gérants dès lors que ces facteurs font l'objet d'une rémunération par le marché. Les auteurs défendent l'idée que c'est le cas à partir du moment où les investisseurs ne sont pas en mesure d'identifier ces facteurs. C'est alors une valeur ajoutée apportée par les gestionnaires des fonds. Ce point de vue est défendable mais encore faudrait-il montrer que ces gestionnaires soient capables de choisir les facteurs qui ont la faveur du marché à un moment donné de façon persistante, ce qui n'est pas démontré à notre connaissance. Dans le cadre des fonds mutuels américains, une étude récente³⁷ montre au contraire que les gestionnaires qui modifient leurs expositions aux facteurs ont de moins bonnes performances que ceux qui ne le font pas. Il semblerait là encore, comme pour le *market-timing* qu'il soit compliqué de prévoir quels facteurs seront valorisés par le marché.

³⁴ French K., 2008, « Presidential adress: The cost of active investing », *Journal of Finance*, vol. 63, N°4, p.1537-1573.

³⁵ Foster D. et G. Warren (2015), « Why might investors choose active management? », *Journal of Behavioral Finance*, vol. 16, P. 20-39.

³⁶ Gerakos J., J. Linnainmaa et A. Morse (2021), « Asset managers: Institutional performance and factor exposures », *Journal of Finance*, vol. 76, N° 4, p. 2035-2075.

³⁷ Ammann M., S. Fischer et F. Weigert (2020), « Factor exposure variation and mutual fund performance », *Financial Analysts Journal*, vol. 76, N°4.

Sabrina Chikh, Professeur associé, SKEMA Business School

Pascal Grandin, Professeur, IAE Lille University School of Management, Université de Lille

Décembre 2021