

LA GESTION INSTITUTIONNELLE : INCITATIONS DONNÉES AUX GÉRANTS ET PERFORMANCES

PATRICIA CHARLÉTY*

Le développement de la gestion institutionnelle pose deux questions liées au comportement des gérants. La première est celle de son influence sur la volatilité des marchés financiers. En effet, on peut craindre qu'un comportement « moutonnier » des gérants de fonds amplifie la volatilité et rende plus probables des situations de krachs (ou de booms) boursiers. Plusieurs éléments peuvent expliquer un tel comportement de la part des institutionnels : ils réagissent de façon similaire aux mêmes « signaux » ; ils sont en mesure d'observer mutuellement leurs stratégies d'investissement, et de ce fait d'en tirer des informations (si tel investisseur achète un titre particulier, c'est peut-être parce qu'il sait que ce dernier est sous-évalué) ; ils sont évalués les uns par rapport aux autres, ce qui les incite à se « copier » de manière à éviter d'être beaucoup moins performants que leurs confrères. Ces trois explications, qui ne s'appliquent pas de la même façon aux investisseurs individuels, alimentent la crainte d'une amplification de la volatilité due à la gestion institutionnelle.

La deuxième interrogation porte sur l'efficacité des gérants au regard de l'intérêt de leurs clients. En effet, les OPCVM ont comme mandat implicite de maximiser l'espérance de rentabilité des fonds confiés à risque donné. La pression exercée par les institutionnels est d'ailleurs considérée comme un des principaux mécanismes de gouvernement d'entreprise. Pourtant, les gérants ne partagent pas forcément le même objectif, ni le même horizon d'investissement que leurs clients. Par exemple, ils sont souvent soumis à une évaluation annuelle de leur performance qui est comparée à celles des fonds concurrents. Par ailleurs, ils sont mieux informés que leurs mandants qui n'ont pas accès aux évaluations des analystes, ne contrôlent pas la politique adoptée. On est donc en présence d'un problème « d'agence » classique, qui fait l'objet de cet article.

* Professeur à l'Essec et chercheur au LEI-Crest.

Dans une première partie, nous présentons les différentes mesures de performance des OPCVM. Dans une deuxième partie, nous tentons de cerner les incitations fournies aux gérants de fonds par leur hiérarchie (mode de rémunération, durée du contrat) et les clients (critères de choix d'une SICAV ou d'un FCP). Des résultats empiriques portant sur le comportement et les performances des gérants sont décrits dans une troisième partie.

LES MESURES DE PERFORMANCE

La question de la mesure de performance des OPCVM est centrale. Elle conditionne le choix des organismes ou des individus qui confient la gestion de leur épargne ainsi que la rémunération des gestionnaires. Il est donc essentiel de comprendre la portée et les limites des différentes mesures utilisées.

Si le calcul du rendement d'une action est simple, il est plus difficile d'évaluer la performance d'un portefeuille de titres, en raison des variations des montants gérés par le fonds. Pour évaluer la performance d'un fonds et de son gérant, comparer la valeur initiale du fonds et sa valeur finale n'aurait évidemment pas de sens (sauf si la qualité de la gestion influence les entrées et les sorties de fonds). Pour la mesurer correctement, il faut connaître la valeur des entrées et des sorties de fonds à tout moment, ce qui implique des calculs fréquents.

6

Le risque du portefeuille peut être appréhendé de deux façons : par l'écart-type σ des rendements du fonds ou par le coefficient *Beta* qui ne retient que la partie non diversifiable du risque total σ . La première mesure est pertinente s'agissant d'individus ou de groupes d'individus ayant investi dans un fonds unique. La seconde est un meilleur critère pour les gros investisseurs utilisant simultanément plusieurs fonds.

Les différentes mesures de performance des fonds tiennent généralement compte à la fois de la rentabilité moyenne et du risque.

Simple comparaison de la rentabilité du fonds concerné à celle de fonds de risque comparable

La méthode la plus simple consiste à comparer la rentabilité moyenne d'un fonds à celle d'un portefeuille de référence présentant un risque du même ordre (mesuré par l'écart-type σ ou le *Beta*). L'évaluation de la performance dépend alors évidemment du choix du portefeuille de référence. Il peut s'agir de portefeuilles générés au hasard, ou le plus souvent de portefeuilles gérés par les concurrents dans la même classe de risque.

Outre le fait que le risque n'est pas identique, les comparaisons peuvent être biaisées en raison de contraintes différentes s'appliquant aux

gérants de fonds (par exemple, détention limitée de titres dans une même entreprise conduisant à une sur-représentation des grosses capitalisations).

Cette simple comparaison ne permet pas de comparer les performances de fonds aux risques différents.

Mesures de performance ajustées pour le risque fondées sur des modèles à un ou plusieurs facteurs

Les mesures de performances standard de la littérature dérivent implicitement des modèles d'évaluation à un facteur, le marché (CAPM ou modèle de marché).

La mesure de Sharpe

S'il existe un actif sans risque de rentabilité R_F , une mesure naturelle de la performance d'un portefeuille d'actifs risqués de rendement moyen R_p et de risque mesuré par l'écart-type σ_p est le rapport entre le surcroît de rentabilité du portefeuille par rapport au titre sans risque et son risque :

$$\text{Ratio de Sharpe} : (R_p - R_F) / \sigma_p$$

Si l'on désire comparer les performances des gérants, il suffit alors de comparer leurs ratios de Sharpe, ou encore de les comparer à celui calculé pour le portefeuille de marché ou *benchmark*. Le ratio le plus élevé correspond à la meilleure rentabilité ajustée pour le risque, et « bat le marché » s'il est supérieur au *benchmark*.

Mesures de Treynor et de Jensen

La mesure de Treynor est l'équivalent de la mesure de Sharpe quand on retient la notion de risque non diversifiable (*beta*) :

$$\text{Ratio de Treynor} : (R_p - R_F) / \beta_p$$

L'indice de Jensen mesure la différence entre la rentabilité du fonds et celle d'un fonds au *beta* identique obtenu en combinant le portefeuille de marché et l'actif sans risque :

$$\text{Indice de Jensen} : \alpha_p = R_p - [R_F + \beta_p(R_M - R_F)]$$

Plus récemment, les mesures de performance ont été généralisées au cas de plusieurs facteurs. Cette évolution est liée au développement de modèles théoriques à plusieurs facteurs (type APT) et également au fait que les gérants choisissent (ou sont contraints) de se concentrer sur certaines classes de titres pouvant être sous-représentés, ou même

absents de la référence standard qu'est le « portefeuille de marché » approximé par un indice tel que le CAC 40 par exemple. Dans ces conditions, comparer la performance de gérants au marché perd une partie de son sens et il est naturel d'ajouter de nouveaux portefeuilles de référence plus spécialisés. On peut alors généraliser les mesures de performance à risque donné. Dans le cas de la mesure de Jensen, on obtient :

$$\text{Indice de Jensen généralisé : } \alpha_p = R_p - [R_F + \beta_1 (R_1 - R_F) + \beta_2 (R_2 - R_F) \dots + \beta_N (R_N - R_F)]$$

où β_i représente la sensibilité du portefeuille évalué au facteur i et R_i la rentabilité moyenne de ce facteur.

À titre d'exemple, le premier facteur peut être un indice de titres à faible capitalisation, le deuxième un indice du secteur industriel, le troisième un indice des actions étrangères...

Mesure de l'aptitude aux ajustements temporels

8 Une deuxième évaluation de la performance des gérants porte sur leur capacité à ajuster le portefeuille dans le temps en fonction des mouvements de marché. En pratique, deux méthodes sont utilisées. Si le gérant de fonds anticipe une hausse générale du marché :

- il accroît la part revenant aux actions dans le portefeuille au détriment des obligations ;
- il accroît la part revenant aux actions à *beta* élevé au détriment des autres.

De cette façon, dans les deux cas, le portefeuille modifié est plus sensible aux variations du marché (la stratégie inverse prévaut évidemment en cas d'anticipations à la baisse du marché).

Conséquences pratiques

Les performances affichées par les sociétés de gestion dépendent évidemment de la période choisie, du périmètre du fonds retenu (dans la mesure où celui-ci peut varier), des variables sélectionnées (rentabilité moyenne à comparer à celle de fonds de la même catégorie, ou mesure de performance ajustée pour le risque...).

De la même manière que les critères du type EVA normalisés permettent une meilleure comparaison des performances des entreprises, une comparaison pertinente des performances des fonds passe par l'existence de mesures transparentes et normalisées. Aux États-Unis, les recommandations de l'AIMR vont dans ce sens.

Encadré n°1**L'AIMR - Performance presentation standards handbook**

Afin d'améliorer la transparence de l'information sur les performances des fonds, l'Association for Investment Management and Research (AIMR) a édicté récemment (première version 1993, deuxième version 1997) un certain nombre de règles et formulé des recommandations : les « Standards de Présentation des Performances ». Les fonds qui adoptent ces règles peuvent alors invoquer la conformité aux standards en faisant éventuellement appel à la certification par un organisme indépendant.

Les standards portent sur la définition de la société de gestion (le périmètre d'application des standards), la création et le suivi des portefeuilles et des fonds de portefeuilles, la présentation des résultats, le processus de vérification et en grande partie sur le calcul de la rentabilité et du risque des fonds.

La méthode « idéale » de calcul de la rentabilité préconisée par les standards consiste à calculer des rendements intermédiaires à chaque flux d'entrée ou de sortie et de les capitaliser sur la période considérée (les rendements doivent être calculés au minimum tous les trimestres). Cependant, comme cette méthode implique des calculs nombreux et entraîne des erreurs pour les titres rarement valorisés par un marché, les standards admettent l'utilisation (qui doit alors être systématisée) de méthodes plus simples : la méthode « BAI modifiée », qui revient à calculer un taux de rendement interne sur la période considérée, et la « méthode modifiée de Dietz », qui est une approximation du taux de rendement interne.

L'obligation d'information sur le risque n'est obligatoire que depuis 1997 (auparavant, la présentation d'une mesure du risque n'était pas recommandée). Les standards mentionnent différentes mesures du risque comme l'écart-type des rendements historiques, le *beta* historique. Seul le calcul de l'écart-type est obligatoire (la périodicité n'est pas mentionnée). Les ratios de Jensen et de Treynor sont également mentionnés comme des mesures possibles du risque, alors qu'il s'agit en fait de mesures de performance ajustant la rentabilité pour le risque.

9

LES INCITATIONS DONNÉES AUX GÉRANTS DE FONDS

À horizon donné, on peut supposer que les épargnants recherchent une rémunération maximale de leur investissement pour le niveau de risque qu'ils acceptent de prendre. D'un autre côté, les propriétaires de l'institution à laquelle appartient le gérant de fonds souhaitent maximiser

ser les profits. Toutefois, ce dernier ne partage pas *a priori* ces objectifs ; par exemple on peut penser qu'il est intéressé à percevoir des primes élevées, à fournir peu d'effort, à garder son emploi.

De ces trois catégories d'agents, c'est le gérant qui a probablement accès à l'information la plus complète (sur les titres, le comportement des autres gérants...) suivi des propriétaires de l'institution et finalement des épargnants.

On est donc en présence d'un double problème d'agence : l'épargnant confie la gestion de son patrimoine à une entreprise spécialisée (« institutionnelle ») qui elle-même donne mandat au gérant.

Dans ce cadre, nous allons examiner les incitations externes (choix des épargnants) et internes (contrat de travail) données aux gérants et qui vont conditionner leur comportement.

Les incitations externes : les déterminants du choix des investisseurs

La théorie du portefeuille nous enseigne que, sous certaines hypothèses, le choix optimal de portefeuille et d'évaluation des actifs financiers sont simples :

- quelle que soit l'aversion à l'égard du risque, tous les investisseurs choisissent un même portefeuille d'actifs risqués répliquant le marché (combiné à un actif sans risque) ;
- les mesures de performances doivent être ajustées pour le risque (cf. partie I).

10

La réalité semble différente.

Les épargnants n'observent pas directement les stratégies d'investissement des gérants. L'information dont ils disposent pour effectuer leur choix porte essentiellement sur les mesures de performances annoncées à intervalles réguliers (par exemple annuellement), les classements effectués par des professionnels entre des portefeuilles appartenant à une même classe (par exemple, des portefeuilles à « potentiel de croissance », ou spécialisés dans l'international), et les frais de gestion (proportionnels au montant géré) et droits d'entrée ou de sortie pratiqués.

Les profits des institutionnels sont constitués en grande partie de ces commissions diminuées des coûts de gestion. Il importe donc de connaître les éléments prépondérants au choix des investisseurs.

Plusieurs études empiriques récentes ont tenté de déterminer les principaux critères de ces choix. À l'aide de modèles économétriques plus ou moins sophistiqués, ces études expliquent le taux de croissance des montants gérés par les fonds, ou encore les flux d'entrée et de sortie, par différentes mesures de performance, les règles de fonctionnement (droits d'entrée...), et la méthode de gestion (active ou passive) de ces fonds. Les résultats obtenus sont généralement convergents.

L'influence de la performance

La performance s'avère être un critère de choix essentiel, mais le critère retenu en pratique ne correspond pas toujours aux mesures standard ajustées pour le risque (partie I).

Ippolito (1992) met en évidence¹ une relation positive (significative) entre le taux de croissance des fonds et leur performance mesurée successivement par l'indice de Jensen, puis par le simple rendement non ajusté par le risque. Les résultats obtenus dans les deux cas sont similaires : il est donc possible que les investisseurs n'ajustent pas la rentabilité pour le risque ; par ailleurs, le choix semble tenir compte des performances à relativement court terme. C'est en prenant les trois dernières années qu'Ippolito obtient les meilleurs résultats. L'étude de Sirri et Tufano (1998) confirme que le rendement passé est déterminant mais montre que le classement de fonds publié par les revues spécialisées joue un rôle essentiel dans le choix des investisseurs.

Rockinger (1995) a généralisé les approches précédentes afin de déceler la mesure de performance prépondérante. Les variables de performance retenues sont le rendement du portefeuille brut, le rendement en excès du marché, le coefficient de Jensen, le classement des fonds, et la volatilité (écart-type). Des différents modèles testés, il ressort que si toutes ces variables ont une influence, le classement des fonds domine toutes les autres mesures de performance pour expliquer le choix des investisseurs. Comme Ippolito, Rockinger trouve que seules les performances récentes sont pertinentes : le meilleur ajustement est obtenu pour un modèle où uniquement la performance de la période précédente est utilisée.

En résumé, le principal critère de choix pour la détention d'une part d'OPCVM est la dernière performance annuelle constatée, appréhendée par les classements en premier lieu puis par la rentabilité, ajustée ou non pour le risque ; ce dernier facteur semble jouer un rôle moins important qu'on ne le suppose dans les modèles théoriques.

Asymétries constatées à l'achat et à la vente

Les résultats précédents portent sur le taux de croissance du montant géré par un fonds, qui résulte des flux d'entrée et de sortie. Les auteurs montrent généralement que les mêmes critères prévalent pour le choix d'acquisition initiale, d'augmentation ultérieure du montant investi ou de vente ; cependant, les différentes études font apparaître une asymétrie entre la réaction à de bonnes ou de mauvaises performances affichées. Ippolito (1992) sépare les fonds en deux groupes : ceux qui « sur-performent » en moyenne le marché au cours des dernières années, et ceux qui « sous-performent » le marché (la mesure de performance utilisée étant le α de Jensen). Il montre que pour une performance identique en valeur absolue, la croissance du fonds « sur-performant » est de trois fois supérieure à la décroissance du fonds « sous-performant ». Sirri

et Tufano (1998) comme Goetzman et Peles (1997) confirment ce résultat. Rockinger (1995) suggère au contraire qu'il peut éventuellement provenir d'une mauvaise spécification économétrique. Cette réticence apparente à sanctionner les perdants est difficile à expliquer. Elle découle peut-être d'un comportement bayésien des investisseurs. Ils choisissent une SICAV sur la base d'un *a priori* positif ; l'observation ultérieure de performances moins bonnes que prévues les conduisent à réviser leurs croyances, sans totalement les modifier. Ippolito suggère que cette asymétrie de comportement peut être liée à l'existence de droits de sortie plus élevés que les droits d'entrée.

L'influence des coûts de transaction

Pour un investisseur, la mesure de performance doit être calculée nette de frais de transaction. Ces frais imputés directement ou indirectement aux investisseurs, sont de trois sortes :

- les frais de gestion, proportionnels au montant géré (de l'ordre de 0,5 % aux USA) ;
- les droits d'entrée ou de sortie (tous ne les imposent pas et le droit de sortie est moins fréquent) ;
- les coûts de transaction occasionnés par l'achat et la vente de titres par le fonds (gestion active).

12

On s'attend à ce que les investisseurs soient sensibles à des modifications des frais de gestion et réagissent différemment aux variations de performance des portefeuilles en l'absence ou en présence de droits d'entrée ou de sortie.

Ces hypothèses semblent confirmées. Les coefficients de réaction aux performances sont 1,7 fois plus élevés pour les fonds n'imposant pas de droits d'entrée et de sortie (Ippolito, 1992), et le taux de croissance du fonds est fortement sensible aux frais de gestion (Rockinger, 1995 : une augmentation de 1 % des frais de gestion s'accompagne d'une diminution de 14 % du taux de croissance).

La préférence pour la gestion active

Les coûts de gestion occasionnés par les achats et les ventes de titres ont *a priori* un effet plus ambigu : s'ils obèrent directement la rentabilité, ils sont la traduction d'une gestion active permettant éventuellement d'améliorer la performance. Empiriquement, le deuxième effet domine : l'augmentation des frais de gestion liée à une gestion active (environ 1 % du montant total géré) accroît la réactivité des investisseurs aux performances (Ippolito, 1992). Une augmentation de 10 % du taux de rotation des titres du portefeuille entraîne une hausse du taux de croissance du fonds de 0,5 % (Rockinger, 1995). En d'autres termes, les investisseurs tendent à associer gestion active et bonne gestion même si ce n'est pas confirmé par les résultats (cf. partie III).

Encadré n°2**Rationalité du choix du dernier meilleur gérant**

Ippolito (1992) montre que le choix du dernier meilleur gérant irrationnel au regard de la théorie du portefeuille, devient tout à fait naturel dans un marché où la qualité des gérants de fonds varie.

Les hypothèses de son modèle sont les suivantes :

- les investisseurs évaluent la performance des fonds en ajustant la rentabilité observée pour le risque à l'aide d'un modèle du type CAPM : $R_t = R_{Ft} + b(R_{mt} - R_{Ft}) + a + \varepsilon_t$ où R_t représente le rendement du fonds, b le « beta » du fonds, R_{Ft} le rendement du titre sans risque et R_{mt} le rendement du marché qui permettent de prévoir le rendement « normal » $R_{Ft} + b(R_{mt} - R_{Ft})$ l'année t . Le rendement « anormal » est alors la somme de deux éléments $a + \varepsilon_t$ où ε_t est un bruit blanc ($E\varepsilon_t = 0$) et a représente l'aptitude du gérant de fonds. Si cette aptitude est relativement stable, ce modèle implique donc une corrélation sérielle entre rendements anormaux. Dans le modèle, a peut prendre deux valeurs, \bar{a} dans le cas de gérants performants, et \underline{a} dans le cas contraire avec : $\bar{a} > 0 > \underline{a}$: le bon gérant sur-performe le marché alors que la gestion du second n'apporte rien par rapport à une simple gestion indicielle, ce qui conduit, frais et honoraires déduits, à une performance ajustée négative ;

- les investisseurs, s'ils ne connaissent pas l'identité des bons et des mauvais gérants, connaissent les proportions du marché qu'ils représentent : respectivement p et $(1-p)$. En choisissant un gérant au hasard, ils anticipent donc une rentabilité moyenne de :

$p\bar{a} + (1-p)\underline{a}$ qui sera égale à 0 si les investisseurs ont accès à l'indice sans l'intermédiaire d'un gérant et s'ils sont indifférents entre cette solution et le choix d'un gérant au hasard.

Si la qualité des gérants est relativement stable d'une période à l'autre, en choisissant le fonds ayant affiché récemment les meilleures performances, on a plus de chance de retenir un bon gérant qu'en le prenant au hasard. Le rendement anormal espéré de fonds ayant eu les meilleures performances au cours du passé immédiat est alors :

$$E = qa + (1-q)\underline{a} > 0 \text{ car } q > p$$

Comme à chaque période, de plus en plus d'investisseurs choisissent les « bons gérants » au détriment des mauvais, à long terme q et p devraient se rapprocher de l'unité. En pratique, l'auteur explique que cela ne se produit pas en raison de coûts de transaction qui empêchent un ajustement parfait des investisseurs, et de modifications dans la population des gérants.

Les incitations internes : le contrat de travail

Les profits des institutionnels sont constitués en grande partie des commissions (pourcentage des fonds gérés, droits d'entrée et de sortie) diminués des coûts de gestion. Comme les investisseurs sont très sensibles aux droits d'entrée et de sortie, de nombreux fonds américains ont supprimé ces droits. Les revenus des fonds sont d'autant plus liés au montant total géré, qui dépend lui-même fortement de la performance des fonds (la réduction du nombre de fonds faisant payer des droits rend la mobilité du capital moins coûteuse et accroît encore cette dépendance).

Le contrat de travail des gérants prévoit une rémunération liée en partie à la performance du fonds qu'ils gèrent.

La rémunération des gérants

La rémunération des gérants varie d'un pays à l'autre, elle est plus élevée au Japon où le marché est peu concurrentiel qu'au Royaume-Uni ou aux États-Unis. Mais pratiquement partout, elle comporte une partie fixe à laquelle s'ajoute une partie variable proportionnelle au montant moyen géré au cours de l'année.

14 Ainsi, indirectement, la rémunération est dépendante de la performance des fonds puisque les flux d'entrée et de sortie sont fortement corrélés avec la performance des fonds.

L'évaluation des gérants

Les gérants sont fréquemment évalués par leur hiérarchie : la principale évaluation a lieu en fin d'année, d'autres évaluations trimestrielles pouvant s'y ajouter. Aux États-Unis, les contrats de travail sont souvent des contrats relativement courts, de l'ordre de trois ans. En fin de contrat, si une mauvaise performance est constatée, les gérants de fonds ont une forte probabilité d'être remerciés. En moyenne, aux États-Unis, Khorana (1996) a estimé qu'un gérant reste en moyenne à son poste environ 8 ans.

Khorana (1996) a étudié empiriquement la relation entre la performance passée des gérants et la probabilité d'être licencié. À l'aide de modèles *logit* il a estimé la probabilité d'être remercié en fonction successivement du taux de croissance des fonds, de la sur (ou sous) performance du fonds par rapport à celle des portefeuilles ayant le même objectif et de l'indice de Jensen². Les résultats des différentes régressions confirment l'existence d'une relation inverse entre la probabilité d'être remercié et la performance. Plus précisément, Khorana montre que c'est la performance récente (un ou deux ans avant le licenciement) qui semble prise en compte. De plus, quand il inclut dans une même régression

la croissance du montant géré et une mesure de rentabilité du fonds, seule cette dernière conserve un pouvoir explicatif. Le rendement du portefeuille paraît ainsi la véritable variable explicative.

COMPORTEMENTS DES GÉRANTS ET PERFORMANCES OBSERVÉES

L'analyse du comportement des épargnants montre que le choix d'une OPCVM particulière dépend de sa performance récente, mesurée par sa rentabilité ou appréhendée par son classement. Par ailleurs, les profits des institutionnels sont étroitement liés au montant total géré. Finalement, la rémunération des gérants est, pour partie, proportionnelle à ce montant. Dans ces conditions, le comportement observé des gérants devrait traduire la recherche de la performance.

Cependant, les épargnants ne semblent pas en mesure de traiter toute l'information disponible (cf. partie II) : ils fondent leur jugement sur les performances récentes, annuelles, présentées de façon simple (le classement), et n'incorporent pas forcément le risque de façon adéquate. Conscients de ce comportement, les gérants peuvent être tentés de donner une meilleure image de leur performance en modifiant la composition de leur portefeuille en cours d'année (*window dressing*).

15

Par ailleurs, pour au moins deux raisons, les gérants peuvent être tentés de prendre des risques excessifs :

- les épargnants sont plus sensibles aux bonnes performances qu'aux mauvaises (on a vu qu'ils sont réticents à retirer leur épargne de fonds affichant des performances médiocres).
- la rémunération prévoit une partie fixe et une partie variable quand la croissance du fonds géré est élevée, ce qui lui donne un caractère optionnel.

Dans ces deux cas, les gérants sont moins sanctionnés pour de mauvaises performances qu'ils ne sont gratifiés pour de bonnes performances, ce qui incite à des choix risqués.

Dans cette partie, nous présentons les modes de gestion « standard », puis les résultats d'articles empiriques récents mettant en évidence des comportements « déviants » et finalement quelques données sur les performances réalisées par les fonds.

Comportements « standard »

On oppose souvent la gestion « passive » à la gestion « active » de portefeuille ; la gestion passive consiste à constituer un portefeuille représentatif du marché et à le garder ; la gestion active est à la recherche d'actifs sous-évalués, modifie la composition du portefeuille en fonc-

tion de prévisions établies à partir d'analyses d'informations. En pratique, la limite entre gestion active et gestion passive est de plus en plus difficile à établir.

La gestion passive

Le Modèle d'Évaluation des Actifs Financiers (MEDAF ou CAPM) fournit les bases théoriques à une gestion passive. Appliquée littéralement, la stratégie consiste à constituer un portefeuille répliquant exactement le marché (si Vivendi-Universal représente x % de la capitalisation boursière, le fonds indiciel doit allouer x % du montant total à Vivendi-Universal), et à le combiner un actif sans risque. En pratique, les gérants construisent des fonds indiciels qui ne répliquent pas parfaitement le marché afin de limiter les coûts de transaction.

Le fonds indiciel comprend par exemple un nombre limité de titres (par exemple 200) choisis de façon à, historiquement, reproduire au mieux le marché ; ou encore le gérant sélectionne un ensemble limité de titres qui imitent le marché selon certains critères bien spécifiques (par exemple, part allouée au secteur industriel...). En général, ce mode de sélection conduit à sur-représenter les grosses capitalisations.

16

Parfois, les fonds sont composés en fonction d'objectifs particuliers : le choix de titres versant peu de dividendes présente un attrait pour une clientèle préférant (fiscalement) des revenus sous forme de plus-values ; la sur-performance apparente des petites capitalisations justifie la construction de portefeuilles où ces dernières sont sur-représentées. Finalement certains fonds modifient à la marge la composition du portefeuille pour tenir compte d'éventuelles sous-évaluations. Ainsi, on observe un continuum de produits plutôt qu'une coupure nette entre gestion passive et gestion active.

La gestion active

Gérer activement consiste à prendre des positions sur la base de prévisions d'évolution future. Elton et Gruber (1995) définissent trois modes de gestion active : l'ajustement temporel (*market timing*), la sélection de secteurs d'activité particuliers, la sélection de titres particuliers.

Les *market timers* modifient le β du portefeuille en fonction de leurs anticipations de l'évolution du marché (cf. partie I). Dans le deuxième cas, sur la base d'analyses fondamentales, le gérant accroît ou diminue la représentation de certaines industries ou de certains secteurs dans le portefeuille. À l'extrême, les gérants augmentent le poids des titres considérés comme sous-évalués et diminuent celui des titres sur-évalués.

Les comportements déviants

Les effets d' « affichage » (window dressing)

Les investisseurs qui délèguent la gestion de leur portefeuille à des spécialistes souhaiteraient que le gérant utilise toute l'information dont il dispose afin d'obtenir la rentabilité la plus élevée possible à risque donné. Cependant, ces investisseurs n'ont pas accès à la même information que les gérants, et sont rarement en mesure d'analyser toute l'information disponible.

Ainsi, on a vu qu'ils prennent leurs décisions sur la base d'indices de performance simples ou de classements annuels.

Dans ces conditions, on peut penser que les gérants ne souhaitent pas présenter en fin d'année un portefeuille de titres dont la valeur a fortement baissé, et modifient la composition de leur portefeuille en cours d'année afin d'en donner une meilleure image en fin d'année.

Lakonishok, Shleifer, Thaler et Summers (1991) ont tenté de vérifier si les gérants de fonds de pension américains essaient de se débarrasser de titres « perdants » au profit de titres « gagnants » avant la fin de l'année. Cela suppose que les investisseurs sont favorablement impressionnés par la présence de titres « gagnants » et défavorablement par celle de titres « perdants » alors même que la performance n'est pas améliorée (acheter un titre après une hausse de son cours n'augmente pas la rentabilité du portefeuille).

17

Leur échantillon est composé de 769 fonds de pension étudiés sur une période de cinq ans (de 1985 à 1989), dont 90 % du montant géré sont investis dans des actions.

Les actions sont réparties en cinq catégories, des plus performantes aux moins performantes en terme de rentabilité au cours de l'année précédant le trimestre étudié. Globalement, les auteurs trouvent qu'au cours des trois premiers trimestres de l'année, les fonds adoptent plutôt une attitude anticyclique : ils achètent plutôt les « perdants » au détriment des titres « gagnants ». En revanche, au cours du 4^{ème} trimestre, le choix de portefeuille est plutôt procyclique : les fonds cherchent à se défaire des titres perdants et à augmenter la part des titres gagnants. Tout se passe donc comme si les gérants de fonds de pension essaient ainsi de donner une meilleure image d'eux-mêmes en fin d'année. Toutefois, cette tendance ne modifie pas radicalement la composition du portefeuille.

Une autre étude de Chevalier et Ellison (1997) confirme l'existence de tels comportements³. Les auteurs ont analysé la stratégie de 400 fonds communs de placement (actions) entre 1982 et 1992. Ils ont tenté de mettre en évidence des modifications du risque du portefeuille en fin d'année en fonction des performances déjà réalisées. Les résultats con-

firmement l'existence d'un comportement « déviant » consistant à prendre plus de risques en fin d'année si le début d'année a été plutôt médiocre, afin d'augmenter la rentabilité apparente, et au contraire à rendre le portefeuille moins risqué en fin d'année en cas de bonnes performances, de façon à conforter les bons résultats du début.

Dans les deux cas, la stratégie adoptée n'est pas conforme au strict intérêt des investisseurs qui est d'obtenir la meilleure rentabilité ajustée pour le risque à tout moment.

La prise excessive de risques

Les comportements précédents dérivent d'une volonté de présentation plus optimiste des performances afin de conserver ou accroître la clientèle. La structure de rémunération des gérants, indépendamment du problème de *window dressing*, les incite, on l'a vu, à prendre des risques excessifs. Les résultats de Sirri et Tufano (1998) impliquent que les gérants de fonds très rentables voient le montant total géré, et donc leur revenu, s'accroître fortement, alors que les gérants de fonds peu rentables ne sont que faiblement pénalisés. Le contrat de travail comportant une partie fixe et des bonus en cas de bons résultats présente le même caractère optionnel (*call*) qui incite à la prise de risque, en particulier dans des situations critiques.

18

Dans le même esprit, Brown, Harlow et Starks (1996) comparent la concurrence entre gérants à un tournoi où seul le classement final importe. Dans ce cadre d'analyse, les fonds les moins bien classés en milieu d'année devraient logiquement adopter un comportement plus risqué en fin d'année : en cas de mauvaise performance, leur classement ne peut pas fortement régresser (dans le cas limite, le dernier n'a rien à perdre), ce qui n'est pas le cas des fonds bien classés. Les auteurs testent ces hypothèses en calculant le ratio $\frac{\sigma_2^2}{\sigma_1^2}$ du risque d'un portefeuille en deuxième moitié d'année rapporté au risque en première moitié. La théorie du tournoi prédit que ce ratio est plus élevé pour les fonds mal classés à mi-parcours, ce qu'ils vérifient empiriquement.

L'analyse empirique de Murphy et Van Nuys (1994) conforte l'hypothèse de l'influence du contrat de travail sur le choix de portefeuille des gérants. Les gérants de fonds de pension publics, qui sont principalement rémunérés en fixe, contrairement à leurs homologues du privé, privilégient effectivement la sécurité dans leurs portefeuilles au détriment de la rentabilité ; toutefois, les performances ajustées pour le risque des fonds de pension privés ne sont pas significativement supérieures à celles des fonds publics.

Khorana (1996) montre également que les gérants de fonds appartenant au groupe de gérants remerciés dans son échantillon sont caractérisés par un choix de portefeuille risqué avant le licenciement ⁴(Khorana met également en évidence une gestion plus active de ces gérants).

Les performances observées

Si les comportements des gérants de fonds ne sont pas totalement en adéquation avec l'intérêt des épargnants, on peut se demander pourquoi les investisseurs délèguent la gestion. D'un autre côté, les gérants sont mieux informés et bénéficient de coûts de transaction plus faibles en raison de montants globaux investis élevés. Ces avantages peuvent compenser les coûts évoqués précédemment. Dans ce dernier paragraphe, nous présentons quelques résultats concernant les performances observées.

Les fonds ne sur-performent pas clairement le marché

En général, et quelle que soit la mesure utilisée, la performance des fonds n'est pas sensiblement supérieure à celle résultant d'une stratégie « naïve ». Les premières études sur ce sujet montraient que la constitution aléatoire de portefeuilles appartenant à une catégorie de risque donnée permettait de battre les fonds communs de même risque (Friend, Blume, Crockett, 1970). Des études plus récentes ont confirmé que, généralement, une stratégie passive consistant à combiner l'actif sans risque à un portefeuille diversifié conduit à une performance au moins aussi élevée que celle des fonds communs (Mc Donald, 1974 ; Williamson, 1972 ; Crenshaw, 1977 ; Lehman et Modest, 1987 ; Elton Gruber Das et Hlavke, 1993). Certaines études obtiennent le résultat inverse (SEC, 1971 ; Grinblatt et Titman, 1989 et 1993). Cependant, celles-ci souffrent parfois d'un biais de sélection : les fonds présents dans l'échantillon sont des fonds qui ont « survécu » (il n'ont pas disparu ou été fusionnés avec d'autres fonds), ce qui tend à surestimer la performance (les fonds moins performants étant souvent amenés à disparaître).

Toutefois, des études plus récentes concluent à une persistance de la performance de certains fonds (Elton, Gruber et Blake, 1996 ; Carhart, 1997 ; Sharpe, 1995 ; Grinblatt-Titman, 1992), ce qui validerait l'hypothèse d'une aptitude ou d'une information supérieure de certains gérants.

La gestion active ne conduit pas à de meilleures performances que la gestion passive

La gestion active de portefeuille devrait normalement conduire à une performance plus élevée que la gestion passive. Cela ne semble pas vérifié en pratique. Elton et Gruber citent les résultats d'une étude réalisée en 1989 par une entreprise spécialisée dans l'évaluation des gérants qui indiquent que sur une période de 20 ans, l'indice Standard and Poor's a affiché de meilleures performances que 80 % des gérants « actifs ». Elton, Gruber, Das et Hlavke (1993) confirment qu'en raison de frais de transaction plus élevés, la gestion passive domine en moyenne la gestion active⁵.

Les performances observées sont cohérentes avec les objectifs annoncés

Un dernier point que l'on a pas abordé jusqu'ici est la concordance entre les choix faits par les gérants et les objectifs annoncés. Si les décisions prises effectivement par les gérants étaient différentes, cela constituerait une source supplémentaire de risque pour les investisseurs. Une étude de la SEC (1971) montre que la performance des fonds, en particulier en termes de risque, est globalement conforme aux objectifs annoncés.

20

Le marché des fonds est relativement concurrentiel : les « consommateurs », c'est-à-dire les individus ou organismes qui confient la gestion de l'épargne sont sensibles aux mesures de performance passée : le choix initial d'investissement, les augmentations ultérieures ou le retrait sont motivés par des informations récentes sur le classement, la rentabilité, le risque (dans une moindre mesure), et les coûts de transaction. Cependant, les épargnants ne semblent pas en mesure d'utiliser toute l'information disponible, ce qui justifie l'imposition de standards afin que les informations fournies soient comparables. Par ailleurs, il est surprenant de constater que les fonds gérés activement, qui ont la faveur des investisseurs, affichent une performance plutôt plus faible que les fonds gérés passivement.

Du côté des « producteurs », les institutionnels et les gérants, les profits et les revenus sont fortement corrélés au montant total géré. Comme ce dernier est lui-même lié à la performance, les gérants sont incités à valoriser les fonds confiés. Toutefois, mieux informés que leurs clients, ils peuvent être tentés d'afficher des performances meilleures qu'elles ne le sont effectivement, en modifiant la composition du portefeuille en cours d'année par exemple (*window dressing*). Par ailleurs, le caractère optionnel de la rémunération est de nature à inciter à une prise de risque excessive.

Empiriquement, les performances des OPCVM ne semblent pas sensiblement meilleures que celles qui dériveraient d'une gestion naïve. Plusieurs études récentes mettent néanmoins en évidence, la persistance de performances élevées de certains fonds. Par ailleurs les comportements « déviants » de *window dressing* ou de tendance à la prise de risque, s'ils existent, restent marginaux.

NOTES

1. À partir d'un échantillon de 143 fonds et sur une période de 20 ans.
2. L'analyse a été réalisée sur 2528 fonds présents de janvier 1988 à décembre 1992.
3. Ce type de comportement est dénommé « risque moral » par la littérature micro-économique.

4. Ce type de comportement est classique en cas de probabilité élevée de défaillance, la prise de risque représentant une tentative de l'éviter (cf le comportement des Savings and Loans aux USA).
5. La préférence des investisseurs pour les fonds gérés activement est difficile à expliquer face à ce constat.

BIBLIOGRAPHIE

- BROWN S. ET GOETZMAN W., (1995), « Performance persistence », *Journal of Finance* 50, p 679-698.
- BROWN K., HARLOW W. et STARKS L., (1996), « Of tournaments and temptations : an analysis of managerial incentives in the mutual fund industry », *Journal of Finance* Vol. LI n° 1, p 85-110.
- CARHART M., (1997), « On persistence in mutual fund performance » *Journal of Finance*, March, Vol. 52 n° 1, p 57-81.
- CHEVALIER J. ET ELLISON G., (1997), « Risk taking by mutual funds as a response to incentives », *Journal of Political Economy*, 105 (6), p. 1167-1200.
- CRENSHAW T., (1977), « The evaluation of investment performance » *Journal of Business* 50 n° 4, p. 462-485.
- ELTON E. ET GRUBER M., (1995), *Modern portfolio theory and management*, 5^{ème} édition, John Wiley and Sons, New York.
- ELTON E., GRUBER M., DAS S. ET HLAVKE M., (1993), « Efficiency with costly information : a reinterpretation of evidence for managed portfolios » *Review of Financial Studies* 6, p. 1-22.
- ELTON E., GRUBER M., ET BLAKE C., (1996), « The persistence of Risk-Adjusted mutual fund performance » *Journal of Business*, Vol. 69, n° 2, p. 133-157.
- FRIEND I., BLUME M. ET CROCKETT J., (1971), *Mutual funds and other institutional investors*, New York, Mc Graw Hill.
- GOETZMANN W. ET PELES N., (1997), « cognitive dissonance and mutual fund investors » ; *Journal of Financial Research*, 20 (2), p. 145-158.
- GRINBLATT M. ET TITMAN, (1992), « The persistence of mutual fund performance », *Journal of Finance*, Vol. XLVII n° 5, p. 1977-1984.
- GRINBLATT M. ET TITMAN, (1993), « Performance Measurement without benchmarks : an examination of mutual fund returns » *Journal of Business* Vol. 66, n° 1, p. 47-68
- GRINBLATT M. ET TITMAN S. (1989b), « Mutual Fund Performance : An Analysis of Quarterly Portfolio Holdings », *Journal of Business*, Vol. 62 n° 3, p. 393-416.
- GRUBER M., (1996) « Another puzzle : the growth in actively managed mutual funds » *Journal of Finance*, Vol. n° 3, p. 783-810.
- IPPOLITO R., (1992), « Consumer reaction to measures of poor quality : evidence from the mutual fund industry » *Journal of Law and Economics* Vol XXXV, p. 45-70.
- KHORANA A., (1996), « Top management turnover : an empirical investigation of mutual fund managers » *Journal of Financial Economics* 40, p. 403-427.
- LAKONISHOK J., SHLEIFER A., THALER ET VISHNY, (1991), « Window dressing by pension fund managers », *American Economic Review* 81, p. 227-232.
- LEHMAN B. ET MODEST D., (1987), « Mutual fund performance evaluation : a comparison of benchmarks and benchmark comparisons », *Journal of Finance* 42, p. 233-265.
- MC DONALD, (1974), « Objectives and performance of mutual funds : 1960-1964 » *Journal of Financial and Quantitative Analysis* IX, n°3, p. 311-333.
- MURPHY K. ET VAN NUYS K., (1994), « Governance, Behavior, and Performance of State and Corporate Pension Funds », Mimeo, Harvard Business School.
- ROCKINGER M., (1995), « Determinants of capital flows to mutual funds », *Working paper*, HEC school of management.
- SECURITY AND EXCHANGE COMMISSION (1971), Institutional Investor Study, US Government Printing Office, Washington DC, p 235-347.
- SHARPE W., (1995), « The styles and performance of large seasoned US mutual funds », *Mimeo*, Palo alto, Stanford University.
- SIRRI E. ET TUFANO F., (1998), « Costly search and mutual fund flows », *Journal of Finance*, 53 (5), p. 1589-1622.