



VESTATHENA

L'audace de patienter, la sagesse d'oser

Lettre mensuelle Octobre 2017

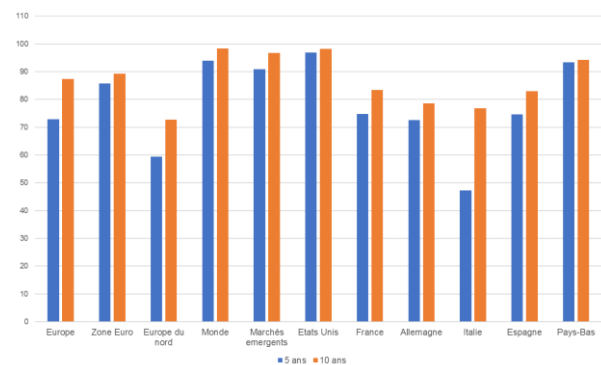
La pertinence des investissements doit se juger sur le long terme

La gestion passive obtient un grand succès d'estime, mais reste un oxymore

Depuis quelques années, les investisseurs institutionnels se tournent principalement vers la gestion indicielle. De nombreux véhicules d'investissement permettent aux investisseurs d'indexer le rendement de leurs actifs à des indices calculés sur des pondérations déterminées de façon indépendante des grandeurs économiques fondamentales, en fait, surtout la capitalisation boursière des différents éléments de l'indice. Notons tout d'abord le paradoxe que l'expression « gestion passive » introduit dans le monde précis et efficace de la gestion d'actifs financiers. **Gestion** vient étymologiquement du latin *gestio*, gouverner, faire ; et **passive** ou passif, qui vient du latin *passivus*, qui souffre, qui subit l'action, et par extension, qui n'agit pas. Ainsi, quand l'argument officiel affirme que la gestion indicielle est « à faible coût », il faudrait le nuancer par un argument plus qualitatif sur le rapport entre la performance obtenue et le coût attaché à son obtention. Pour aller plus loin, un fonds qui surperforme son indice sur une longue période ne coûte pas, il rapporte, net de l'indice, une rémunération supplémentaire.

Cette tendance lourde vers la gestion qui n'agit pas est justifiée de plusieurs façons. L'argument le plus fort contre la gestion active (qui est en fait un pléonisme) est celui de la sous-performance avérée des fonds de placement gérés par des professionnels de la gestion sur le long terme. L'étude SPIVA¹, publiée semestriellement et souvent utilisée pour suggérer la pertinence de la gestion passive, montre effectivement que seule une très faible proportion de gérants actifs a réussi à battre sur 10 ans son indice de référence. En Europe, cette proportion est à peine supérieure à 10%, mais dans certains marchés comme les Etats-Unis, la proportion est encore plus faible. Ce type d'étude met en évidence un point très important : la difficulté à dépasser les performances d'un indice sur une longue période malgré les importants moyens mis en place par des nombreuses institutions employant des gérants dédiés, formés par les meilleures écoles et professionnels.

Pourcentage des fonds Actions européens battus par leur indice



Source : SPIVA, Vestathena

Chance ou vraie expertise ?

L'argument se déploie ensuite dans la difficulté de la persistance des performances des fonds individuels.

Des nombreuses études académiques ont été entreprises pour essayer de déterminer si les bonnes performances peuvent être répétées dans la durée. En effet, on pourra toujours opposer à un gérant actif l'argument que, même s'il a dépassé les performances de l'indice correspondant durant une longue période, la probabilité qu'il fasse de même sur une nouvelle période d'égale longueur est très faible. Ainsi, on pourra toujours avancer qu'un gérant dépassant la performance de son indice sur une longue période est un phénomène statistique naturel, bref qu'il a eu de la chance. Comment donc différencier un gérant chanceux d'un gérant expérimenté ?

Une seconde étude SPIVA² a analysé dans une perspective historique la persistance des fonds américains d'actions sur plusieurs périodes. L'étude analyse la probabilité qu'un gérant classé parmi les 25% meilleures performances sur un an, à la date de mars 2012, puisse rester cinq années de suite à l'intérieur de ce même quartile. Sur cette période très courte (performance à un an), le tableau montre qu'aucun fonds n'est resté cinq ans consécutifs dans le premier quartile de performance. A deux ou trois ans les résultats sont

similaires. Sur deux ans, une faible persistance est perceptible.

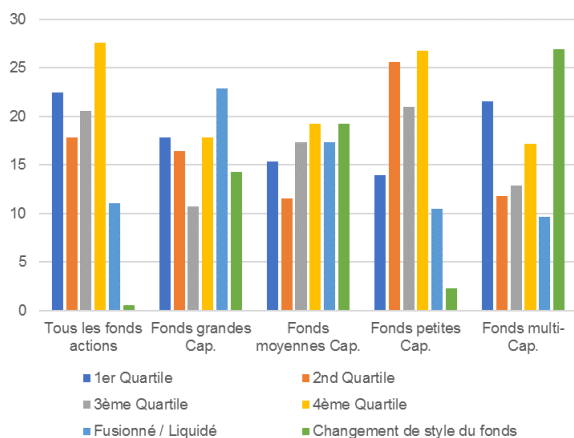
Pourcentage des fonds américains du 1^{er} quartile en 2012 restant dans le 1^{er} quartile au fil des années

Catégorie	Nb. De fonds au départ (mars-2012)	mars-14	mars-15	mars-16	mars-17
Tous les fonds actions	585	25,64	4,1	0,51	0,34
Fonds grandes Cap.	223	19,73	3,14	1,35	0
Fonds moyennes Cap.	85	18,82	5,88	0	0
Fonds petites Cap.	130	23,08	4,62	0	0
Fonds multi-Cap.	147	19,73	4,76	0,62	0

Source : SPIVA, Vestathena

Si nous prenons un regard à plus long terme et étudions la performance à cinq ans des fonds, les résultats ne sont pas plus rassurants. En prenant le premier quartile (des meilleurs fonds sur 5 ans) en 2012 et en regardant où est ce qu'ils se situaient en 2017, nous arrivons aux résultats suivants :

Répartition à mars 2017 des 25% meilleurs fonds américains sur une performance 5 ans démarrant en mars 2012



Source : SPIVA, Vestathena

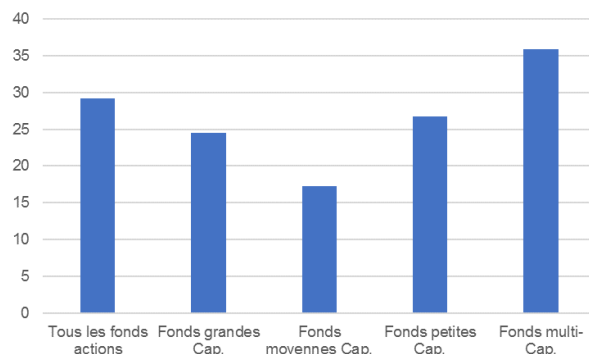
Seuls 15% à 20% des fonds du premier quartile en 2012 ont réussi à rester dans ce même premier quartile en 2017.

La mortalité des fonds de placement

Cette étude projette une lumière particulière sur deux phénomènes connus et assez courants dans l'industrie de la gestion d'actifs. D'abord, on observe une tendance particulière sur les fonds du quatrième quartile, celui où les résultats sont les plus faibles. Une grande proportion d'entre eux, variable selon les stratégies, a fermé ou a été fusionnés avec un autre fonds. Ce taux de mortalité des fonds participe au renouvellement naturel de l'offre de fonds (il est difficile de commercialiser un fonds ayant de mauvais résultats passés, même si la phrase suivante est ajoutée dans tous les rapports de gestion : « *Les performances passées*

ne sont pas un indicateur fiable des performances futures ».

Pourcentage des fonds américains du 4^{ème} quartile en 2012 qui ont été fermés ou fusionnés en 2017



Source : SPIVA, Vestathena

Enfin, les changements de style des fonds sont assez courants, exprimant probablement la poursuite des modes ou tendances à court terme, toujours présentes dans la nature humaine.

Et pourtant, depuis des années certains gérants, qui sortent essentiellement d'une seule, mais grande école, arrivent à battre les indices sur des longues périodes. Warren Buffett³, décrit l'importance d'une approche fondamentale, ancrée sur la réalité économique des sociétés, pour obtenir des résultats sur le long terme. Peter Lynch, Anthony Bolton, Benjamin Graham, Warren Buffet, Jean-Marie Eveillard et John M. Templeton ont confirmé la pertinence de cette approche. En Europe, et tout particulièrement en France, une école puissante de gestion active s'est développée ces dernières années et c'est remarquable. Appliquer cette discipline tout au long des années nécessite une constance des investisseurs et une persévérance des choix qui est présente en France et qui est un atout européen. Cette patience est l'actif essentiel de la réussite dans la gestion d'actifs.

Florent Druel
Analyste financier

1. SPIVA Europe Scorecard – Mid year 2017
2. SPIVA The Persistence Scorecard – June 2017
3. The Superinvestors of Graham-and-Doddsville, 1984.

VESTATHENA

Société de gestion agréée par l'AMF sous le n° GP-14000019 en date du 30/06/2014
SAS au capital de 4 200 000 € - RCS 802985960
Siège Social : 65, rue de Monceau – 75008 PARIS
www.vestathena.com

Ce document est destiné à des clients professionnels au sens du Règlement Général de l'Autorité des Marchés Financiers. Il ne constitue en aucun cas un élément contractuel. Les performances passées ne préjugent pas des performances futures Ce document est la propriété intellectuelle de Vestathena. Toute reproduction ou transmission à un tiers de tout ou partie de ce document est strictement interdite sans une autorisation écrite préalable de Vestathena. Ce document repose sur des informations obtenues auprès de sources considérées comme fiables mais ne sauraient engager la responsabilité de Vestathena. Vestathena met tout en œuvre pour vérifier les informations fournies mais aucune garantie ne peut être donnée quant à leur exactitude. Les opinions exprimées dans ce rapport sont celles du gestionnaire du fonds au moment de la préparation du document. Elles sont susceptibles d'évoluer et ne constituent pas une recommandation d'investissement.