

Dollar/franc	1,2226	↕
Euro/franc	1,5396	↕
Pétrole NY	49,93	↕
SMI	5144,02	-3,05%
Dow Jones	8046,42	+6,54%

Quoi de neuf
Les dérivés sur des indices immobiliers locaux font leur apparition Page 22

Analyse technique
Une poursuite de la baisse du S & P 500 n'est pas exclue Page 22

Forum
Les plans de relance étatiques ne suffisent pas Page 25

Economie
La CFB craint qu'UBS doive se recapitaliser encore une fois Page 29



Au premier plan
Des bonus à l'alpha



Myret Zaki

Jeu de déroulé à Lucerne l'assemblée générale d'UBS, lors de laquelle sera voté le plan de sauvetage. La nouvelle politique de rémunération, détaillée dans un rapport, sera débattue.

C'est l'occasion d'un constat si les bonus sont versés sur trois années, peut-être la tarification de certains produits financiers devrait-elle suivre la même règle. Avec l'effondrement des marchés, le contrat économique entre le client et le prestataire financier se modifie en profondeur. Dans les produits de placement, la baisse parfois dramatique des rendements est en train de démanteler les structures de commissions.

Un investisseur dont le fonds en action émergents affichait un gain de 100% entre 2004 et mai 2007, mais qui n'aurait pas vendus ses parts, se retrouve avec une perte de 45%. Comme dans le cas des bonus, ce qui a été payé ici en commissions durant les bonnes années est effacé. A posteriori, et suivant les promesses initiales du produit, un tarif élevé reposant sur des objectifs de rendement irréalistes à long terme ou sur une «gestion active» avère injustifiable au terme d'un cycle complet de marché.

Déjà, des gammes entières de produits sont évacuées du marché: fonds de crédit titrisé, fonds à rendement absolu, produits structurés trop complexes, produits à levier ou à forte composante d'ingénierie financière. Dans les fonds de hedge funds, les clients ne veulent plus payer la surperformance qu'à partir d'un certain seuil de rendement. Sous l'effet de la directive MiFid, qui rend les conseillers financiers de l'UE plus responsables de ce qu'ils vendent, les banques suisses sont sous pression pour mettre davantage l'accent sur les risques des produits, qui ne peuvent plus se faire valoir sur le dos d'un marché euphorique.

Les gérants de fonds ne créent pas de valeur, répètent les chercheurs

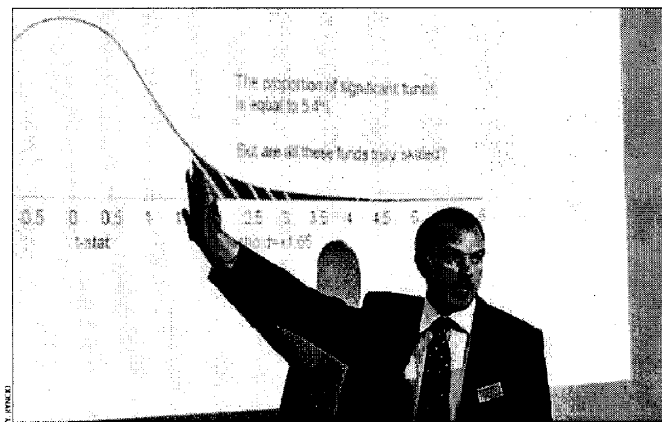
Gestion L'alpha est proche de zéro. Pénurie de talents ou impossibilité de battre les indices?

Myret Zaki

La recherche académique en finance est sans appel: la gestion «active» ne crée pas de valeur. Une fois de plus, il est démontré que les gérants, payés par les investisseurs pour leur talent spécifique, ne génèrent qu'un infime surplus de rendement par rapport au marché, et qu'ils sont très rares à y parvenir.

La majorité d'entre eux ne crée aucune valeur, surtout dans la gestion institutionnelle. C'est un des constats qui ressortent de la troisième réunion annuelle du Swiss Finance Institute, qui s'est déroulée le 18 novembre à Genève. L'alpha, une fois de plus, semble renouer avec le statut de mythe. Même quand la surperformance est là, les chercheurs identifient souvent le facteur «chances» comme plus prépondérant que le facteur «talents».

Par ailleurs, la théorie classique de valorisation des actifs, qui postule que les cours boursiers sont déterminés par des individus 100% rationnels est mise à mal par la réalité. Le nombre croissant d'«agents» qui séparent l'investisseur final du marché – firmes de gestion, conseils de



Olivier Scaillet présente les résultats de son étude, récompensée par le Swiss Finance Institute. GENEVE, 18 NOVEMBRE 2008

fondations, consultants – interfère, avec leurs biais propres et leurs intérêts différents, avec une allocation optimale pour l'investisseur.

«L'idée que les gérants qui dégagent de l'alpha sont l'exception n'est pas nouvelle», constate Jean-Pierre Danthine, directeur du Swiss Finance Institute. Mais, aujourd'hui, elle est renforcée par de nouvelles bases de données et leurs méthodes encore plus pointues, qui le confir-

ment: il est très difficile de générer de la valeur.»

«Net de commissions, la surperformance est infime»

La gestion passive répliquant les choix des meilleurs gérants serait le meilleur moyen de surperformer

La plupart des gérants de fonds de placement qui battent leur indice y parviennent par pure chance plus que par leurs capacités. Une analyse cosignée par Olivier Scaillet, de l'Université de Genève, et primée il y a une semaine par le Swiss Finance Institute, estime à 0,6% la part des gérants réellement talentueux. Une majorité (75,4%) ne peut prétendre à ce qualificatif. Elle parvient à couvrir par la sélection de titres les frais de transaction, mais pas plus. Quant aux 24% restants, ils sont sous-performants et ne couvrent pas leurs coûts. L'ana-

lyse, réalisée avec Laurent Barras, de l'Imperial College de Londres et Russ Wermers, de l'Université du Maryland, se base sur les prix entre 1975 et 2006 de 2000 fonds de placements américains en actions.

Le recul de l'alpha

Leur étude met en évidence un autre phénomène: le déclin des surperformances, en parallèle avec l'augmentation du nombre de fonds sur le marché. Entre 1990 et 2006, la proportion de gérants talentueux s'est effondrée, de 14,4% à 0,6%. A l'inverse, celle des gérants sous-qualifiés a augmenté de 9,2% à 24%. Russ Wermers observe que, «quand un gérant dégage de l'alpha, cette surperformance sera le plus souvent de 1%, et sera beaucoup moins fréquemment de 3,5% et 5%». Il démontre que «la grande majorité des fonds affiche

un alpha de zéro, une fois que les coûts ont été payés. «Net de commissions, les alphas sont insignifiants.»

Les travaux des trois chercheurs s'appuient sur des méthodes statistiques avancées, qui parviennent à distinguer la surperformance obtenue par pure chance de celle obtenue grâce au talent. Ils mettent aussi en évidence l'existence de gérants capables de faire mieux que le marché à court terme, puis perdent la main. Mesurés sur des horizons limités à cinq ans, la part des gérants talentueux monte à 2,4%.

Acheter les titres, et non les fonds

Dans le domaine des fonds de fonds de placement, un des résultats clés pour l'investisseur est le suivant: une sélection de fonds «agnants» basée sur le choix de gé-

rants qui surperforment dans un cycle économique donné peut être judicieuse. La rotation de gérants, surpondérés ou sous-pondérés suivant les conditions macroéconomiques est une stratégie qui peut générer 5-7% de performance par an, grâce au «timings» des cycles économiques. «Dans ce cas, la gestion active peut générer de l'alpha», souligne Russ Wermers. Mais son conseil est de répliquer cette stratégie de façon passive, pour éviter les coûts du fonds: «Copiez ce que les meilleurs gérants d'hier ont fait sans acheter leurs fonds, mais en achetant en direct les titres qu'ils ont acheté, et évitez ce que les plus mauvais gérants d'hier ont acheté. Cette stratégie vous vaudra environ 7% de surperformance par an.» Selon lui, les hedge funds recourent à cette même stratégie.

Jean-Pascal Baechler et M. Z.

Désertion des talents

Dès lors, payer pour le talent s'il n'est pas un facteur de rendement supplémentaire n'est pas rationnel. L'industrie de la gestion est-elle viable avec ses conditions actuelles de tarification? «Ce qu'on ne comprend pas, c'est comment l'industrie de l'asset management peut continuer à fonctionner: peut-être remplie-elle d'autres types de besoins, plus immatériels, qu'il conviendrait d'étudier», répond Jean-Pierre Danthine. Il évoque l'hypothèse d'un phénomène d'exode des talents: «Ceux qui se révèlent avoir du talent finissent par quitter leurs fonds, puis le secteur de la gestion institutionnelle, car ce n'est pas là que les rémunérations sont les plus élevées. Il y aurait donc un énorme biais de sélection qui fait que les gérants de talent sont amenés à «auto-sélectionner» hors de l'industrie. Sur ce point, nous attendons encore la réponse des chercheurs.»

Chez les gérants institutionnels, la surperformance est un mythe. p. 20

S.O.S. Jargon

L'alpha
Qu'est-ce que l'alpha, ce Saint-Graal des gérants de fonds? Il s'agit de la performance excédentaire à celle du marché, que réalise un gérant grâce à son talent propre et à ses choix spécifiques d'investissement. Cette surperformance relative aux indices boursiers s'oppose à la performance liée au risque «beta», celui des marchés. Celle-ci peut être générée par une gestion passive. C'est-à-dire misant sur une simple exposition aux indices boursiers. Les chercheurs en finance tentent d'isoler la composante «alpha» dans l'industrie de la gestion, afin d'établir si le concept de «gestion active», basée sur l'intervention fréquente du gérant dans la sélection des titres d'un portefeuille, se justifie ou non. De même que les commissions qui l'accompagnent.