



LAURENT BARRAS

Université McGill,  
faculté de management  
Desautels, Montréal

## PERFORMANCE

# L'industrie des fonds devra réduire ses coûts

**D**e nombreuses études académiques ont montré que l'industrie des fonds de placement dans son ensemble ne parvient pas à générer de «l'alpha». Intuitivement, l'alpha se définit comme la performance excédentaire d'un fonds vis-à-vis de son benchmark, après déduction des coûts de transactions et des commissions de gestion. Toutefois, ces études ne répondent pas à une question essentielle que tous les investisseurs se posent constamment: existe-t-il au moins quelques fonds pouvant générer un alpha positif au cours du temps? Cette question est délicate, car nous ne disposons que d'un nombre limité de données pour repérer, parmi plusieurs milliers de fonds, ceux qui produisent réellement une performance supérieure.

Dans une étude à paraître dans le *Journal of Finance* (février 2010), les professeurs Olivier Scaillet (Swiss Finance Institute - Université de Genève), Russ Wermers (Université de Maryland) et moi-même avons utilisé une technique novatrice pour répondre à cette question sur le marché des fonds d'actions américaines. A fin 2006, le constat est sans appel, puisque nous concluons qu'une infime proportion de fonds (0,6%) produit un alpha positif pour les investisseurs. Bien entendu, ce résultat n'implique pas qu'aucun gérant de fonds n'est talentueux. Bien que certains le soient, les commissions de gestion prélevées aux investisseurs sont supérieures à la performance générée par ces gérants.

Plus inquiétant pour les investisseurs, l'évolution de la performance au cours du temps est sans équivoque. Alors qu'au début des années 1990, plus de 10% des fonds produisaient un alpha positif, cette proportion s'est réduite considérablement durant la dernière décennie. Plusieurs facteurs ont contribué à ce déclin. Tout d'abord, l'explosion du nombre de fonds couplée à l'amélioration des systèmes d'information ont certainement rendu la quête de l'alpha plus difficile. Ensuite, comme l'a montré Leonard Kostovetsky (Université de Rochester), plusieurs gérants talentueux ont migré vers l'industrie des hedge funds. Quoi qu'il en soit, la tendance est claire et laisse peu d'espoir d'embellie.

Dans ce contexte, les investisseurs vont de plus en plus privilégier une gestion passive combinant diversification et contrôle des coûts. La croissance fulgurante des *Exchange Traded Funds* (ETF) en est la claire illustration. Ces fonds permettent aisément d'investir passivement dans des titres «value» ou «small cap» pour une commission égale à 0,2% par an (contre 1,5% en moyenne pour des fonds actifs). Par ailleurs, ils offrent également une diversification internationale à moindre coût.

Pour contrer cette tendance, les fonds pourraient premièrement être forcés à réduire les commissions prélevées aux clients. Il est frappant de constater qu'entre 1995 et 2008, la valeur des actifs gérés par l'industrie des fonds de placement américains a

explosé de 3 à 10 trillions de dollars, alors que le niveau des commissions (exprimé en pour-cent des actifs sous gestion) n'a jamais baissé. Autrement dit, les économies d'échelle produites par la croissance des actifs sous gestion n'ont pas du tout été transférées aux clients. Deuxièmement, les fonds vont devoir rationaliser leurs coûts opérationnels. Par exemple, il existe en Europe un grand potentiel de réduction de coûts en raison de la relative segmentation du marché (il existe environ 36 000 fonds en Europe contre seulement 8000 aux Etats-Unis). La dernière révision de la réglementation européenne (UCITS) devrait certainement favoriser cette consolidation en facilitant les fusions et les rapprochements entre fonds distribués dans différents pays européens.

Frustrés par la faible performance des fonds de placement, certains investisseurs sophistiqués en quête d'alpha (notamment les fonds de pension) se sont tournés vers les hedge funds. Alors que durant la période 2000-2007, les voyants étaient au

vert, la crise financière en 2008 a quelque peu changé la donne. Premièrement, la performance des hedge funds en 2008 a été en moyenne très décevante, mettant à mal les vertus de diversification que certains spécialistes leur prêtaient. Deuxièmement, les investisseurs ont été échaudés par les limites de retrait imposées durant la crise et demandent à présent plus de transparence sur la liquidité offerte par les hedge funds. Enfin, les gouvernements, spécialement en Europe, ont affiché une volonté claire de mieux réguler les hedge funds, créant une incertitude supplémentaire. Au vu de ces événements, il est possible que l'industrie des fonds de placement ne soit pas la seule à devoir changer ses habitudes. ■



«Les économies d'échelle  
produites par la croissance  
des actifs sous gestion  
n'ont pas du tout été  
transférées aux clients.»

