

L'évaluation d'un fonds ne peut se faire sur les seules analyses de performances. D'autres éléments, plus qualitatifs, doivent être pris en compte, comme le profil des gestionnaires.

La sélection des fonds d'investissement

Nigel Slade
Directeur
Standard and Poor's
Fund Research Londres

Stéphanie Méry
Directeur délégué
Standard and Poor's Paris

Dans beaucoup de marchés, les fonds d'investissement sont aujourd'hui plus nombreux que les entreprises cotées. Face à la multiplication de ces produits, comment trouver celui qui correspond le mieux aux besoins du client ? Les récentes fusions et rapprochements entre sociétés de gestion, ainsi que la très rapide rotation des gérants de portefeuilles, rendent indispensable l'évaluation de ces sociétés de gestion. Quel bénéfice peut retirer un investisseur à souscrire dans un fonds qui affiche des performances records, si les gérants à l'origine de ces dernières ont quitté la société, et ont été remplacés par un collaborateur moins expérimenté ?

En fait de nombreux investisseurs sélectionnent leurs fonds en fonction des historiques de performances – en moyenne trois ans –, plus ou moins pondérés par leur appréciation personnelle du professionnalisme et des compétences du gérant du fonds.

Mais cette appréciation se fonde dans la plupart des cas sur les aspects marketing : qualité des présentations, notoriété, service rendu au client... Si ces facteurs ne sont pas dénués d'importance dans cette industrie fortement compétitive, ils peuvent facilement occulter un produit faiblement performant.

Les limites des historiques

L'historique du fonds est souvent pris en considération au travers du *consistency ratio*. Celui-ci revient à attribuer sur cinq ans à chaque exercice une note sur 20, de telle façon qu'un bon exercice ne peut être noté plus de 20 et un mauvais moins de zéro, mais le ratio total est calculé sur 100. Cette méthode atténue les résultats ponctuels et exceptionnels que peut atteindre un fonds sur une année. De plus, des fonds qui

ont sous-performé sur les deux dernières années, peuvent enregistrer les scores cumulatifs élevés en raison de bons résultats sur la période antérieure. Il est difficile de recommander un fonds qui surperforme une année sur cinq, mais les *top performers* ont souvent ce profil.

Apprécier la qualité des sociétés de gestion

Si l'industrie de gestion de fonds s'est jusqu'à présent largement fondée sur les performances passées, il devient aujourd'hui impératif d'évaluer aussi la société de gestion, au travers d'une appréciation qualitative des personnes (les gérants), de la philosophie d'investissement et des processus mis en œuvre.

En premier lieu, l'analyse des performances passées calculée sur plusieurs périodes discrètes (par exemple cinq période d'un an, plutôt qu'une seule de cinq ans), donne des résultats différents des estimations cumulatives et permet de mieux mettre en valeur les fonds dont les performances sont régulières.

Concernant l'évaluation des gérants, même les meilleurs d'entre eux enregistrent de temps à autre une année moins bonne que les précédentes, mais il apparaît souvent que ceux qui suivent, sur la durée, une stratégie cohérente sur le long terme, obtiennent de meilleurs résultats que ceux qui cherchent à profiter de chaque opportunité à court terme.

Aujourd'hui les performances fondées sur les historiques ne semblent pas donner une idée assez précise des performances futures. Les recherches menées par Fund Research montrent que le seul fait de se déterminer sur des critères de régularité des performances, plutôt que sur des données absolues augmentent les chances de ne pas

se tromper. En tempérant par une analyse qualitative de la société de gestion (équipes, gérants), ce pourcentage augmente également. Le chiffre s'accroît encore si les changements de gérants sont pris en compte.

Si les études quantitatives constituent une bonne base de départ, Standard and Poor's Fund Research pondère aux deux tiers son évaluation globale par les éléments qualitatifs d'appréciation sur les équipes et l'organisation de la gestion. Les analyses les plus classiques portent généralement sur le *reporting* du fonds, les actifs du portefeuille, leur concentration, leur taux de rotation, leur taille, mais aussi des entretiens approfondis avec les gérants. Ils permettent, par exemple, de comprendre si de bonnes performances sont à mettre sur le compte du hasard ou d'une gestion judicieuse. Standard and Poor's Fund Research étudie de plus la philosophie d'investissement et les processus de gestion, les spécialisations et compétences de chaque gérant, leur expérience, leur compréhension des marchés. Fund Research s'intéresse également à des éléments moins subjectifs comme le profil de risque du portefeuille, en analysant la structure du fonds et différents critères qui lui sont propres.

La gestion de fonds est une discipline difficile, ni une science, ni un art. Si les expériences des principaux gérants de fonds dans le monde sont très diverses, on retrouve parmi ceux interrogés au cours des huit dernières années par Standard and Poor's des similarités : l'une des plus marquantes est la capacité à adopter une position opposée à celle du marché et surtout à s'y tenir.

Identifier des critères communs aux meilleurs gestionnaires

Une autre caractéristique commune aux meilleurs gérants est qu'ils ne se contentent pas de données fournies mais effectuent un travail de recherche propre. Certains visitent en moyenne 200 entreprises par an, ou plus. Toutefois, même les meilleurs gérants rencontrent des échecs et commettent des erreurs au cours de leur carrière. Mais ils savent en tirer les leçons et leur principale stratégie reste de se positionner à long terme. Pour bénéficier au mieux de leur expertise, les investisseurs pourraient adopter la même stratégie à terme plutôt que de se concentrer sur les performances les plus immédiates. ■

BORÉAL