

L'évaluation des performances des Opcvm est complexe : la notion de performance s'analyse de manière absolue ou relative ; elle doit être complétée par celles de rendement et de volatilité et par les croisements qui en découlent : performance-volatilité, performance-risque. Reste à interpréter judicieusement ces différents concepts.

# Performances des Opcvm : mode d'emploi



Baudoin de Brie  
Président-directeur général  
EuroPerformance

**E**n matière de performances, les méthodes de calcul utilisées ont moins d'impact que leur interprétation erronée au travers de choix de périodes arbitraires, de représentations mal référencées ou simplement de concepts inadaptés à leurs utilisateurs. Aussi s'il est utile de rappeler quelques principes de base de calcul et de la représentation des performances, il est essentiel de les analyser selon les attentes des investisseurs.

## Performances : les principes de base

La performance mesure le gain ou la perte de valeur d'un placement sur une certaine période. A la base pratiquement de tous les calculs se trouve le ratio de performances, égal au rapport entre la valeur récupérée ultérieurement et la valeur investie initialement. Les deux modes de représentation les plus fréquemment utilisés sont en pourcentage classique et en indice base 100.

Pour rendre homogènes, en termes de durée, des performances qui ont pu être constatées sur des nombres de jours légèrement différents, celles-ci peuvent être annualisées, c'est-à-dire calculées sur une durée standard d'un an qui sert d'unité de temps.

De même toutes les performances qui entrent dans les calculs statistiques sont normalisées sur un mois ou une semaine standard pour éliminer les distorsions liées aux différences de durée des mois et même des semaines dans le cas de jours fériés. On comprend l'importance de ces règles lorsqu'il s'agit de comparer des fonds gérés à partir de marchés ayant leurs propres

jours d'ouverture et de fermeture, les fonds pouvant eux-mêmes n'être valorisés qu'à des jours précis (tous les mardis, vendredis) et non homogènes (tous les vendredis plus les derniers jours ouvrés de chaque mois).

## Des historiques à analyser avec précaution

Un graphique chronologique de performances retrace l'évolution dans le temps de la valeur d'un investissement de 100 francs réalisé à la date de début du graphique. Il met en évidence les fluctuations de cette valeur et constitue une information plus riche qu'un simple pourcentage de performances ❶.

Une comparaison objective exige de comprendre comment la surperformance a été acquise au cours du temps, grâce à des graphiques de performances absolues et relatives ❷ et ❸. Ceux-ci montrent que l'idée reçue selon laquelle les comparaisons de performances sont d'autant plus significatives qu'elles sont établies sur des durées longues, est dépourvue de tout fondement.

## Le rendement est plus significatif que la performance

Un rendement est défini comme la performance sur une sous-période de durée déterminée. Il est alors intéressant de porter sur un graphique les rendements représentant toutes les performances qui ont pu être obtenues sur cette durée.

Les graphiques de rendements présentent une lecture plus aisée que celle de la pente des graphiques de performances : alors que le graphique de performances ④ fait apparaître l'investissement comme risqué avec des périodes de pertes, le graphique de rendement ⑤ montre que, sur des périodes de 5 ans, l'investisseur sera toujours en plus-value.

Dans les graphiques d'historiques de rendements, la durée d'investissement était définie a priori. Une question légitime consiste à se demander quelle est la durée d'investissement qui permet d'atteindre un objectif de variabilité ou de risque. La meilleure approche consiste à faire varier la durée d'investissement pour en mesurer l'impact sur la variabilité des rendements et la fréquence de gain.

Les historiques de rendements peuvent être affinés. Le graphique ⑥ représente, pour chaque durée d'investissement, les rendements maximum, minimum et médian. Il a la forme d'un entonnoir qui exprime le fait que la variabilité diminue avec la durée d'investissement.

Le graphique ⑦ représente la fréquence de gain : de 72 chances sur 100 de gagner pour une durée d'un mois, l'investisseur atteint une certitude de gain dès 23 mois de durée de détention. Cette certitude était déjà apparente sur le graphique ③ de variabilité des rendements : c'est à partir de 23 mois que le rendement minimum passe au-dessus de 0. De même, le rendement médian étant supérieur à 0 dès un mois, la fréquence de gain sera supérieure à 50 %.

Ces deux représentations aident à déterminer quelle devrait être la durée d'investissement recommandée. Elles permettent également de choisir la meilleure durée d'investissement pour un graphique d'historiques de rendements.

## Intégrer la volatilité...

Une performance ayant été constatée sur une certaine période, on peut se demander si elle a été obtenue de manière régulière ou non. L'approche de la volatilité consiste à découper la période d'observation en sous-périodes mensuelles ou hebdomadaires, de durées égales, et à calculer la performance de chacune de ces sous-périodes que l'on appellera performances élémentaires ou encore rendements.

On pressent qu'une mesure fondée sur l'écart-type de ces performances élémentaires indiquera si elles sont proches les unes des autres ou, au contraire, très différentes, c'est-à-dire, en d'autres termes, que la valeur de l'Opcvm aura progressé régulièrement ou pas.

L'idée de régularité est importante : plus la volatilité est faible, plus un investis-

seur entré et sorti à d'autres dates que celles de début et de fin de la période d'observation, aura obtenu une performance proche d'un prorata temporis de celle observée sur l'ensemble de la période.

En revanche, plus elle est élevée, plus la signification de la performance constatée sur la période totale est réduite. En effet, sur des périodes plus courtes, plus la volatilité est élevée, plus les performances sur ces périodes d'investissement ont des chances d'être différentes (plus élevées ou plus faibles) de celles obtenues par un prorata temporis calculé sur la performance de période totale constatée.

## ... pour suivre le couple performance-volatilité

La performance représente le gain obtenu (ou la perte). Un investisseur recherchera la performance la plus élevée possible. La volatilité traduit l'incertitude ou encore le risque. Plus elle est élevée, moins la performance obtenue a des chances de se reproduire sur d'autres périodes (après correction pour le prorata temporis). Comme l'investisseur témoigne d'aversion pour le risque, il recherchera le placement ayant la plus faible volatilité ⑧.

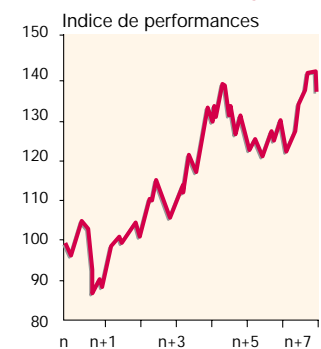
D'autres mesures servent à évaluer et analyser le couple performance-risque (encadré). Tous ces calculs se retrouvent dans les «boîtes à outils» dont disposent les gérants, les promoteurs et, s'ils en marquent l'intérêt, les investisseurs. Mais ces populations étant par nature très diverses, l'utilisation judicieuse de ces concepts ou leur bonne interprétation est plus délicate. Deux exemples permettent de l'illustrer :

- le choix des périodes d'analyse : lorsque l'on étudie un fonds sur une longue durée, il est toujours possible de trouver une période durant laquelle son comportement a été exemplaire au regard des exigences de l'investisseur. Mais une telle période, judicieusement choisie, a un caractère arbitraire et les conclusions d'une analyse faite sur cette période peuvent induire en erreur un investisseur peu averti. Il paraît donc judicieux de fixer des règles d'affichage sur des périodes, fixes ou mobiles, qui rendent compte fidèlement et aussi complètement que possible des comportements du fonds ;

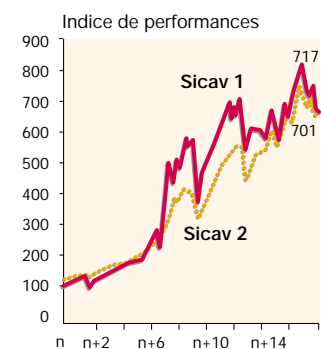
- le choix d'un indice de référence : un fonds d'investissement peut avoir une gestion ouverte, c'est-à-dire pour laquelle l'investisseur fait confiance aux choix du gestionnaire en matière d'allocation d'actifs ou une gestion référencée à un indice de marché simple ou composite ; dans le premier cas, la référence n'étant pas affichée a priori ou étant par nature changeante, la comparaison à un indice annoncé a posteriori peut laisser planer un doute.

## Performances

### ① Sicav actions françaises

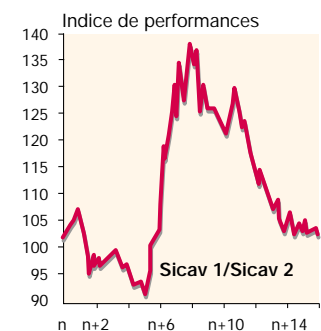


### ② En valeurs absolues de deux Sicav



La Sicav 1 a très légèrement mieux performé que la Sicav 2 sur 15 ans (717 contre 701, soit +2 %).

### ③ En valeurs relatives d'une Sicav par rapport à l'autre



La légère surperformance sur 15 ans constatée sur le graphique ② a été acquise grâce à une très forte surperformance concentrée sur deux ans et demi seulement (de novembre 1984 à avril 1987). Le reste du temps, la Sicav 1 a sous-performé la Sicav 2.

## Différentes méthodes d'évaluation du risque

### • Ratio de Sharpe

Il mesure le couple performance-risque de chaque investissement. Il part du principe qu'un risque ne mérite d'être pris que s'il permet d'obtenir une performance supérieure à celle d'un placement sans risque. Il divise donc l'excédent de performance du placement risqué sur le taux sans risque par la volatilité du placement risqué (qui est supposé

mesurer le risque). Il traduit en quelque sorte un rapport d'échange : quel supplément de performance par rapport au taux sans risque a été obtenu pour chaque % de volatilité (risque) consenti ?

### • Ratio d'information

Il constate la mesure synthétique du succès d'une gestion active autour d'une référence avec, au dénominateur, le risque pris

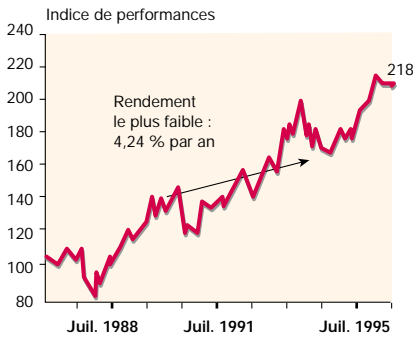
à s'être écarté du benchmark et, au numérateur, le résultat obtenu qui peut être positif ou négatif.

### • Et d'autres mesures de risque...

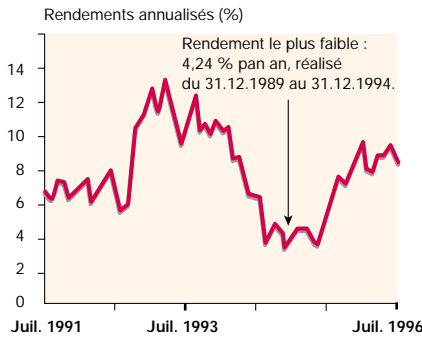
Alpha, bêta et coefficient R2 sont des mesures d'exposition au risque de marché. Ils identifient l'impact des variations de ce marché (mesurées par l'indice de référence) sur le comportement d'un fonds.

Un bêta égal à 0,6 signifie qu'une performance de 10 % du marché se traduira par une performance de 6 % pour le fonds. L'alpha est la performance mensuelle du fonds lorsque la performance de l'indice est nulle. Le coefficient R2 mesure, sur une échelle de 0 à 1, la part des fluctuations de valeur du fonds due aux fluctuations de valeur de l'indice.

### ④ Sicav PEA

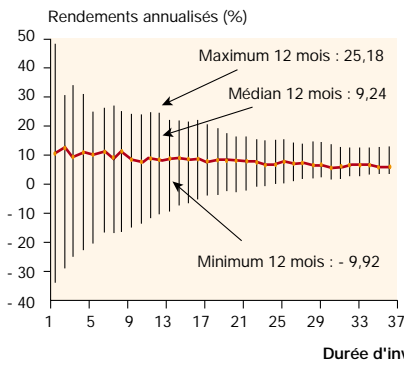


### ⑤ Rendements sur 5 ans de la même Sicav

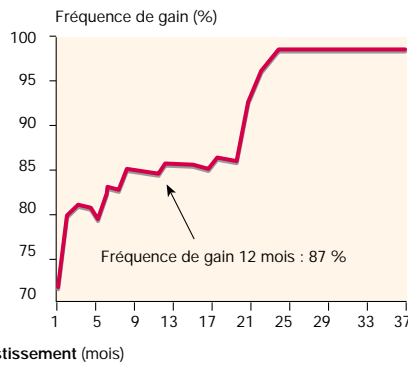


La durée d'investissement recommandée étant de 5 ans, tous les points du graphique ⑤ représentent des rendements sur cette durée. Les rendements étant annualisés, ces points traduisent des vitesses moyennes d'enrichissement par an sur 5 ans. A titre illustratif, le niveau du point le plus bas du graphique ⑤ de rendements correspond à la pente de la flèche indiquée sur le graphique de performances. On vérifie que le graphique de rendements commence bien 5 ans après celui du graphique de performances, ce qui correspond à la durée d'investissement.

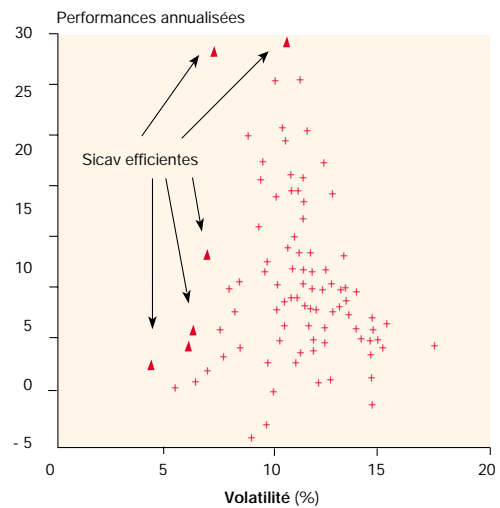
### ⑥ Variabilité des rendements de la même Sicav selon la durée d'investissement



### ⑦ Fréquence de gain de la même Sicav selon la durée d'investissement



### ⑧ Couple performance-volatilité des Sicav Action françaises PEA



➤ Il existe bien d'autres cas où des calculs exacts et non contestés peuvent induire en erreur : univers de fonds non homogènes, comparaison de fonds commercialisés et de fonds dédiés, détermination de vrais frais de gestion, date de valorisation du fonds et date de valorisation des valeurs d'actif. Il semble en définitive que le problème se déplace du mode de calcul vers l'affichage. Et, en la matière, la réglementation a moins d'impact et de valeur que la formation des utilisateurs et, en définitive, leur degré d'implication. ■

Les performances et les volatilités des Sicav PEA sont représentées sous forme de nuage de points. La volatilité étant annualisée, la performance doit l'être aussi pour être comparable. Seules les Sicav représentées par un triangle sont efficaces : aucune autre Sicav n'a simultanément une performance plus élevée et une volatilité moindre.