

Perspectives de Marché

La gestion active en équation : Active Share élevée + longue Fund Duration = Surperformance

Tous les gérants actifs affichant une part active (active share) élevée ne se valent pas. Les portefeuilles recourant à une rotation de titres fréquente sous-performent systématiquement leur indice, quelle que soit l'importance de la différence de détention de titres entre le Fonds et son indice.

Points clé :

- Deux indicateurs permettent d'évaluer le degré de gestion active d'un portefeuille: l'active share, qui mesure du pourcentage de titres détenus au sein d'un portefeuille différenciant de l'indice de référence, la fund duration, qui mesure le degré réel de patience d'un gérant.
- Selon l'étude de Cremers, les institutions présentant une Active Share élevée et une longue Fund Duration ne détiennent que 2,1 % de l'ensemble des actifs.
- Rester inactif à court terme pendant les périodes de volatilité peut contribuer à créer de la surperformance à long terme.

Si l'on se fie à des chiffres récents, le *mutual fund* moyen investi en actions internationales n'a battu son indice ni sur un an, ni au cours des trois et

cinq dernières années.¹ Ce constat a amené de nombreux investisseurs à la conclusion que les frais facturés par la gestion active ne se justifient pas. On observe par conséquent un report massif de la collecte nette de la gestion active vers la gestion passive.²

Durant la dernière décennie, les universitaires ont consacré de nombreuses études à la gestion d'actifs, tentant de déterminer si la gestion active apporte vraiment de la valeur ajoutée à ses clients. En 2009, le concept d'Active Share (part active) a été mis au point par les professeurs Martin Cremers et Antti Petajisto afin d'étudier si les spécialistes de la gestion active sont capables de battre les solutions alternatives passives.³ Dans le cadre de cette étude, les professeurs ont défini l'Active Share comme une mesure du pourcentage de titres détenus au sein du portefeuille différenciant de l'indice de référence. Un portefeuille dont la composition de titres serait totalement différente de son indice afficherait une Active Share de 100 %, tandis qu'un portefeuille répliquant exactement son indice obtiendrait un score de 0 %. Au milieu de ces deux extrêmes se situent les « closet indexers », à savoir des fonds qui suivent de près leur indice de référence, mais facturent une commission de



Danny Nicholas, CFA®
 Client Portfolio Manager,
 Harris Associates L.P.

gestion active. Toute Active Share inférieure à 50 % est essentiellement une combinaison de fonds actif et indiciel. Selon Petajisto, « Les closet indexers qui restent très proches de leur indice de référence constituent une très mauvaise affaire, car ils sont presque certains de sous-performer leur indice après la prise en compte des frais de gestion, du fait de la faible proportion de leurs positions actives, mais ils représentent environ un tiers de l'ensemble de tous les actifs des *mutual funds* ». ⁴ Ces fonds ont pesé sur la performance moyenne des *mutual funds* investis en actions internationales.

En revanche, les fonds affichant une Active Share élevée présentent des pondérations sensiblement différentes de leur indice de référence. Les professeurs concluent que seuls les gérants affichant une Active Share élevée justifient leurs commissions de gestion. Toutefois, en 2012, seulement 10 % des encours institutionnels ont obtenu un score d'Active Share supérieure à 80 %. ⁵

Les institutions nous ont demandé à plusieurs reprises si cette étude pouvait être étendue aux stratégies actions internationales plutôt que de se limiter aux *mutual funds* Long Only investis en actions américaines. En effet, en 2014, Cremers a confirmé que ce résultat pouvait s'appliquer à l'échelle mondiale après avoir analysé un vaste échantillon international de *mutual funds* domiciliés dans 32 pays différents. Depuis la publication de cette étude, nous constatons que l'Active Share est largement reconnue comme critère d'évaluation du degré de gestion active d'un portefeuille. Les consultants et les institutions ont eu recours à l'Active Share comme moyen de justification des commissions facturées par la gestion active.

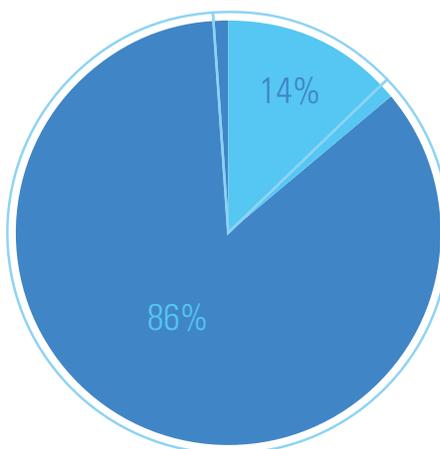
Même si une Active Share élevée est une condition préalable nécessaire à la surperformance d'un fonds (net de frais de gestion), tous les gérants affichant une importante Active Share ne surperforment pas systématiquement. L'industrie a mis en doute son efficacité comme seul indicateur des performances futures. L'auteur Michael Mauboussin propose de distinguer la part de compétences et celle de la chance en vue de détecter les investisseurs à long terme les plus performants. Mauboussin occupait la fonction de Chief Investment Officer chez Legg Mason Capital Management pendant la période faste de 15 ans pendant laquelle le fonds Legg Mason Value Trust Fund a battu l'indice S&P 500. Selon lui, l'Active Share, même s'il ne s'agit pas du critère ultime, est un bon début pour repérer de bons gérants actifs. Associée aux statistiques de tracking error et à l'évaluation qualitative du processus d'investissement (divisé en segments analytique,

comportemental et organisationnel), elle représente un bien meilleur indicateur de la réussite à venir que la performance passée⁶.

Conscient de la nécessité d'améliorer son critère d'Active Share, Martijn Cremers a récemment étoffé son travail initial dans une étude intitulée *Patient Capital Outperformance: The Investment Skill of High Active Share Managers Who Trade Infrequently*. Il a examiné d'autres variables afin d'identifier les gérants ayant une Active Share élevée qui battent leur indice. Cremers a instauré le critère Fund Duration, qui mesure la période moyenne pondérée de détention par un fonds de 1 \$ d'actions au sein de son portefeuille. Ce nouveau critère s'intéresse aux titres d'un fonds au cours des cinq dernières années afin de déterminer le degré réel de patience d'un gérant. Deux indicateurs supplémentaires plus facilement accessibles dans les bases de données et auprès des gérants eux-mêmes sont la rotation du fonds calculée à partir de son inventaire et le taux de rotation du Fonds déclaré par le gérant.

À notre avis, le marché est efficient à long terme, mais peut s'avérer inefficace à court terme. Lorsque la

volatilité génère de l'incertitude chez les investisseurs, elle provoque souvent une évolution plus rapide des cours des actions que les valeurs d'entreprise, ce qui crée un décalage avec la valeur intrinsèque de l'entreprise selon nous. D'après notre expérience, il faut trois à cinq ans pour combler cet écart de valeur. Autrement dit, cela prend souvent beaucoup de temps pour saisir toute l'opportunité de création d'alpha décelée par notre équipe d'analystes. Par définition, nous calculons la valeur intrinsèque d'une entreprise comme l'actualisation des futurs flux de trésorerie disponibles attendus. Il est selon nous particulièrement important de privilégier la capacité à long terme d'une entreprise à générer des flux de trésorerie disponibles (trois ans ou plus) plutôt que sur les 12 prochains mois seulement. D'après l'étude de Cremers, la Fund Duration moyenne de toutes les institutions de l'échantillon est de 17 mois, soit moins de la moitié de notre horizon. Comme le montre le diagramme ci-dessous, les trois premières années des flux de trésorerie d'une entreprise ne correspondent généralement qu'à une faible part de sa valeur totale prévue lorsqu'on utilise un modèle classique d'évaluation des flux de trésorerie.



Proportion de la valeur actuelle d'une entreprise classique utilisant un modèle traditionnel d'évaluation des flux de trésorerie



Source : Harris Associates. Les prévisions de flux de trésorerie disponibles ont été calculées pour une entreprise classique, définie comme une entreprise caractérisée par une rentabilité des capitaux propres de 20 %, un taux d'actualisation de 8 %, et un résultat net croissant de 4 % pendant 10 ans et de 1 % en permanence.



Les résultats de Cremers indiquent que l'Active Share et la Fund Duration constituent deux aspects importants de la gestion active en forte interaction lors de la prévision (1) de la capacité des gérants de fonds à battre leur indice de référence et (2) de la surperformance des actions détenues au sein des portefeuilles institutionnels. Les gérants institutionnels les plus actifs (ceux affichant une Active Share d'au moins 90 %) et les investisseurs les plus patients (ceux présentant une Fund Duration supérieure à 24 mois) ont surpassé leur indice de référence de 2,22 % par an en moyenne. La combinaison de ces résultats aboutit à une conclusion tout à fait exceptionnelle. Ces gérants institutionnels ont surperformé leur indice de référence de 80 % pendant 27 ans (1986-2012). Selon nous, les graphiques semblent assez similaires pour les *mutual funds*, les stratégies institutionnelles, ainsi que les hedge funds, ce qui porte à croire que ce système d'évaluation des gérants peut s'appliquer de diverses manières.

Malgré le succès de cette approche, il ne s'agit pas d'une pratique répandue chez les investisseurs : moins de 5 % des actifs institutionnels sont gérés par des gérants présentant l'Active Share maximale, et un pourcentage encore moindre gère leurs fonds de manière patiente et active. Selon l'étude de Cremers, les institutions présentant une Active Share élevée et une longue Fund Duration (toutes deux dans le quintile supérieur) ne détiennent que 2,1 % de l'ensemble des actifs.

L'étude *Patient Capital* souligne l'importance de distinguer les fonds réellement actifs. Les fonds recherchent-ils les valorisations erronées à court terme ou les gérants suivent-ils patiemment une stratégie buy and hold ? L'étude de Cremers a établi que cette dernière stratégie portait ses fruits, contrairement à la première.⁵

La clé de la surperformance active durable est de rester inactif à court terme. Même si la faible rotation du portefeuille n'est pas le seul facteur susceptible de générer une

surperformance, elle constitue un élément nécessaire du processus d'investissement. Lorsque le ralentissement économique en Chine en une des journaux remet en question la demande mondiale en automobiles ou que des événements micro-économiques, comme notamment les rappels de véhicules chez General Motors, surviennent, les investisseurs doivent être capables de faire face à de longues périodes de doute. Alors que certains investisseurs se transforment en traders actions au premier signe d'incertitude, un investisseur patient considère la volatilité comme une opportunité et reste fidèle à son approche disciplinée à long terme qui lui permet de créer de la valeur via la sélection de titres.

Quel que soit le contexte d'investissement, nous sommes convaincus qu'un engagement sans faille en faveur d'une gestion active et patiente est vraiment le meilleur moyen pour les gérants de protéger et de faire fructifier le capital des investisseurs à long terme.

Rédigé le 4 Septembre 2015
Article paru sous le titre "Patient Capital"
dans l'édition de janvier 2016 d'IPE

1. Source : Morningstar. Les données reposent sur l'ensemble des fonds et des catégories d'actions au sein des groupes de pairs respectifs Morningstar au 30 juin 2015. Les rendements excédentaires sont calculés à l'aide de l'Indice MSCI World.
2. Source : Strategic Insight, SimFund
3. K. J. Martijn Cremers and Antti Petajisto, "How Active Is Your Fund Manager? A New Measure That Predicts Performance," publié par Oxford University Press pour le compte de The Society for Financial Studies, 2009, <http://www.petajisto.net/research.html>.
4. Antti Petajisto, "Active Share and Mutual Fund Performance," *Financial Analysts Journal*, Janvier 2013, <http://www.petajisto.net/research.html>.
5. Martijn Cremers & Ankur Pareek "Patient Capital Outperformance: The Investment Skill of High Active Share Managers Who Trade Infrequently." Septembre 2014.
6. Mauboussin, Michael. "The Success Equation: Untangling Skill and Luck in Business, Sports, and Investing." Harvard Business Review Press, 2012. pg 152.

MENTIONS LÉGALES

Le présent document et ses contenus constituent une présentation conçue et réalisée par Harris Associates L.P. à partir de sources qu'elle estime fiables et sont fournis uniquement à des fins d'information aux clients professionnels. Les chiffres cités ont trait aux années écoulées. Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures. Les analyses et opinions mentionnées dans ce document représentent la vision de l'auteur mentionné, au 4 septembre 2015 et peuvent être soumis à changements. Il n'est en aucun cas garanti que les points présentés dans ce document se dérouleront tel qu'anticipés. Ce document ne peut être utilisé dans un but autre que celui pour lequel il a été conçu et ne peut pas être reproduit, diffusé ou communiqué à des tiers en tout ou partie. Bien que Natixis Global Asset Management et Natixis Asset Management considèrent les informations fournies dans le présent document comme fiables, elles ne garantissent pas l'exactitude, l'adéquation ou le caractère complet de ces informations.

Dans les pays francophones de l'UE, le présent document est fourni par NGAM S.A ou sa filiale NGAM Distribution. NGAM S.A. est une société de gestion luxembourgeoise qui est autorisée par la Commission de Surveillance du Secteur Financier, constituée conformément à la loi luxembourgeoise et immatriculée sous le numéro B 115843. Siège social de NGAM S.A. : 2 rue Jean Monnet, L-2180 Luxembourg, Grand-Duché de Luxembourg. France : NGAM Distribution (immatriculée sous le numéro 509 471 173 au RCS de Paris). Siège social : 21 quai d'Austerlitz, 75013 Paris. **En Suisse**, le présent document est fourni aux Investisseurs Qualifiés (Qualified Investors) par NGAM, Switzerland Sàrl.

Les entités susmentionnées sont des unités de développement commercial de Natixis Global Asset Management S.A., la holding d'un ensemble d'entités de gestion et de distribution de placements spécialisés présentes dans le monde entier. Les filiales de gestion et de distribution de Natixis Global Asset Management mènent des activités réglementées uniquement dans et à partir des pays où elles sont autorisées. Ce document ne constitue pas une recommandation d'achat ou de vente d'un produit ou service à une personne présente dans une juridiction où une telle activité n'est pas autorisée.

Harris Associates

Filiale de Natixis Global Asset Management.
Société de gestion agréée aux Etats-Unis par la Securities and Exchange Commission (IARD No. 106960) et autorisée à fournir des services de gestion d'investissement aux Etats-Unis.
Two North LaSalle Street, Suite 500
Chicago, Illinois 60602, Etats Unis
www.harrisassoc.com

NGAM S.A.

Société de gestion luxembourgeoise
agréée par la CSSF (RCS Luxembourg B 115843)
Siège social : 2 Rue Jean Monnet,
L-2180 Luxembourg - Grand-Duché de Luxembourg

NGAM DISTRIBUTION

Immatriculée au RCS de Paris sous le n°509 471 173
Siège social : 21 quai d'Austerlitz - 75013 Paris
www.ngam.natixis.com