

Les Echos, 14. April 2008

Les Echos
Le Quotidien de l'Economie

La gestion collégiale de fonds ou l'art de faire cohabiter les talents

NESSIM AIT-KACIMI

En développement ces dernières années, la gestion collégiale, particulièrement adaptée à certaines stratégies, conserve des différences marquées avec la gestion individuelle. En règle générale, elle est plutôt moins performante, mais elle est aussi moins exubérante et moins volatile que les fonds gérés par un seul individu.

La gestion collective, ce n'est pas seulement gérer pour le plus grand nombre. C'est aussi, de manière croissante, gérer à plusieurs. Aux Etats-Unis par exemple, la proportion de fonds gérés par une équipe est passée de 3 % en 1994 à 36 % en 2003, représentant 40 % des actifs sous gestion. L'Europe aussi s'y est convertie. La hausse marquée du nombre de fonds chez les gestionnaires d'actifs, qui ne peuvent recruter autant de gestionnaires pour des questions de coûts, les a conduits à faire gérer par un ou plusieurs individus un ensemble de fonds.

Paradoxe, la gestion collégiale a acquis une popularité croissante, alors même que les études sur sa performance montrent qu'elle est soit identique à celle d'un fonds géré par un seul individu, soit inférieure. La raison ? Les gestionnaires les plus talentueux préfèrent être seuls à la barre du fonds et rechignent à gérer collectivement. Ils ne souhaitent pas partager leur succès avec les autres. Participer à une équipe rend plus difficile de se signaler et de se « vendre » à la communauté financière comme un professionnel d'exception.

Une sorte de moyenne

Les fonds gérés par une équipe ont aussi des taux de rotation et de concentration de leur portefeuille moins élevés que leurs homologues « solitaires ». L'opinion du groupe serait une sorte de moyenne de celle de ses membres, un compromis entre les différents avis. Les équipes prennent moins de décisions extrêmes et marquées en matière de risques ou de styles d'investissement que les fonds gérés par un seul homme. Leurs paris sont ainsi moins francs et, par conséquent, leurs performances aussi ; elles se retrouvent ainsi moins fréquemment parmi les meilleurs ou les plus mauvais en termes de performance. Elles sont aussi moins douées en matière de choix de valeurs au cas par cas (« stockpicking »).

Une autre explication possible aux meilleures performances des fonds individuels par rapport aux fonds collectifs serait que ces derniers « bénéficient moins de favoritisme lors des introductions en Bourse », soulignent Massimo Massa, Jonathan Reuter et Eric Zitzewitz.

Quelle que soit la classe d'actifs sur laquelle il opère, « un fonds a une probabilité relativement plus élevée d'être géré par une équipe lorsqu'il appartient à un gestionnaire d'actifs dont l'approche dominante est celle de la gestion collective », notent Michaela Bär, Alexander Kempf et Stefan Ruenzi du Centre for Financial Research de Cologne. Autant dire qu'il existe des partisans convaincus de l'approche collégiale chez les grands, tel American Funds, mais aussi dans les boutiques, comme Metropole Gestion. D'autres y sont culturellement opposés. « Chez Fidelity, l'approche de la gestion de fonds est très individualisée, souligne David Ganozzi. Il y a très peu de gestion collégiale à l'exception de la « multigestion ». Chaque gérant est responsable de son fonds et, dans certains cas, de produits (mandats) gérés selon une même optique. Il est alimenté en idées d'investissement par les analystes, mais il demeure l'unique responsable de ses choix et de sa performance. »

Question de maturité

Les gestionnaires sont alimentés en idées par leurs analystes, mais ce sont eux qui gardent la main sur la recette finale, leur portefeuille. « Les analystes peuvent devenir gérants, mais ce n'est pas mécanique et, depuis quelque temps, certains choisissent d'exercer uniquement cette profession chez Fidelity, explique David Ganozzi. Avant de devenir gestionnaire, l'analyste passe deux à trois années à suivre un secteur, puis en change. Afin de tester ses aptitudes, il va gérer un portefeuille alimenté par les capitaux de la société, avant de gérer l'argent des clients. »

Plus un fonds a des encours importants, plus la probabilité qu'il soit géré par une équipe est forte, car plus complexe sera sa gestion nécessitant ainsi l'intervention de plusieurs individus. « Le mode de gestion est fortement lié au degré de maturité de la société de gestion. A sa création, celle-ci n'offrira qu'un seul type de gestion, collégiale ou individuelle. Tant que la société de gestion conserve son statut de boutique, elle aura tendance à se concentrer sur un processus d'investissement unique lui permettant de bâtir sa réputation », explique Dominique Dorlipo.

Copilotage parfois nécessaire

Le choix du type de gestion, collégiale ou individuelle, dépend aussi en grande partie de l'expertise et de la classe d'actifs sur laquelle le fonds opère (voir illustration ci-contre). « Ainsi, les gestions à forte dominante quantitative, où c'est plus la méthode et le processus d'investissement que la décision individuelle qui priment, privilégient une organisation du travail par équipes. A l'inverse, les «stockpickers» et gérants «jugementaux» [dont le style d'investissement est fondé sur le jugement individuel, NDLR] doivent avoir un style de gestion personnalisé, plus difficile, par définition, à industrialiser », constate Christian Rabeau, directeur de la gestion chez AXA Investments Managers.

Sur un fonds diversifié, la gestion collégiale est la règle : un professionnel s'occupe de l'allocation d'actifs, un autre de la « poche » investie en actions et un de celle investie en obligations. Autre exemple, les fonds « long-short » « où, compte tenu de la technicité plus forte de ce type de produit, notamment en matière de vente à découvert, un copilotage est parfois rendu nécessaire », estime Roland Lescure.

CFR-Working Paper 2005-10

Michaela Bär, Alexander Kempf, Stefan Ruenzi

Team Management and Mutual Funds

<http://www.cfr-cologne.de/download/workingpaper/cfr-05-10.pdf>