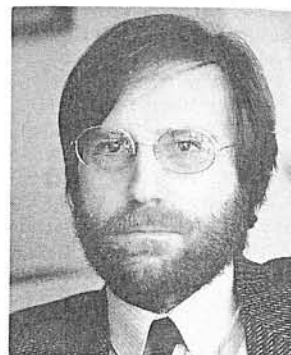




par Florin AFTALION
Professeur à l'Essec

LES MESURES DE PERFORMANCE DES OPCVM

Problèmes et solutions



et Patrice PONCET
Professeur à l'Université de Paris 1 Sorbonne et à l'Essec
Conseiller à la Société de Bourse Delahaye-Ripault

L'évaluation de la performance des portefeuilles dont la gestion est confiée à des tiers et en particulier celle de l'épargne collectée via les organismes de placement collectif en valeurs mobilières (Opcvm) fait l'objet de l'attention soutenue du public et de la communauté financière. La presse spécialisée publie d'ailleurs régulièrement divers classements de sicav ou FCP. Interprétés littéralement et sans recul critique suffisant, ces

palmarès peuvent cependant s'avérer trompeurs. Cet article se propose de mesurer d'une part les enjeux de l'évaluation des Fonds gérés, d'examiner d'autre part en quoi les outils traditionnels de mesure de performance sont en général trop simples ou peu adaptés, de présenter ensuite des solutions opérationnelles à ce problème de mesure, et d'appliquer enfin ces dernières à l'examen d'un cas réel.

Enfin, la volatilité des marchés, qui elle-même connaît des variations parfois brutales à la hausse comme à la baisse, le développement des futures et des options qui en a pour partie résulté, la sophistication sensible des techniques de gestion quantitative, et le coût d'accès direct à l'information devenu très important, donnent en principe aux professionnels de ces marchés un avantage comparatif considérable sur les simples particuliers.

LES ENJEUX DE LA MESURE DE PERFORMANCE

Une analyse rapide suffit à démontrer l'importance considérable et croissante de la gestion collective de l'épargne. D'une part, les Opcvm français (dont plus de 800 sicav et plus de 3 000 FCP) gèrent déjà plus de 1 900 milliards de francs, les fonds communs de créances (titrisés par les banques) sont susceptibles de se développer fortement, les différents PEP, favorisés par une fiscalité incitative, ont à l'évidence séduit de nombreux investisseurs, et les fonds indiciels, bien qu'éprouvant incontestablement des difficultés à s'imposer, participent d'un puissant mouvement général de collectivisation de la gestion des portefeuilles.

D'autre part, l'ouverture récente en Europe des frontières de l'épargne et la progressive harmonisation des législations nationales font disparaître les entraves à la libre concurrence entre les différents véhicules de placement offerts à l'ensemble des résidents de la Communauté.

Ensuite, et plus fondamentalement encore, l'internationalisation, la globalisation et la sophistication technolo-

gique et humaine des marchés financiers ont pour conséquences à la fois la diminution des coûts de transaction et d'information pour les lignes d'ordres de bourse importantes et la relative augmentation de ces coûts pour les petites lignes, ce phénomène accentuant la propension des investisseurs à faire gérer leur épargne par des professionnels. A contrario, à première vue, l'existence de quelques « affaires » plus que douteuses concernant certains intermédiaires financiers ne devrait pas contredire ce mouvement mais incitera justement les investisseurs à exiger des garanties quant au sérieux et à la crédibilité des performances affichées.

Face à cette situation, il devient essentiel de construire des outils permettant de mesurer les performances des fonds, tant à des fins internes de gestion qu'externes d'information : d'une part, le gestionnaire et sa hiérarchie doivent pouvoir suivre, analyser et contrôler leur performance s'ils veulent rester compétitifs. D'autre part, l'investisseur doit être à même d'apprécier ex-ante le risque et la rentabilité espérée des véhicules d'épargne qui lui sont proposés et de vérifier ex-post la performance effective du gestionnaire, ce qui suppose une information transparente, complète, accessible et interprétable facilement par le plus grand nombre. Enfin, le législateur doit pouvoir s'assurer que les publicités financières reflètent la réelle qualité des produits proposés et que les règles déontologiques minimales sont bien respectées par l'ensemble des concurrents.

DES OUTILS TROP SIMPLES OU PEU ADAPTÉS

Des méthodes incomplètes

Les méthodes traditionnelles d'évaluation des Opcvm souffrent cependant de lacunes qui en limitent beau-

coup la portée et l'utilisation. A titre d'exemple, la presse hebdomadaire spécialisée publie un classement de la plupart des sicav françaises et de quelques FCP établi sur la base des taux de rentabilité. De tels classements, dont