

# La sélection, une affaire de choix des possibles

*Profession CGP a rencontré Philippe Sarica, président de PHS Finance - La Finance émotionnelle et de la Société française des sélectionneurs de fonds. Il revient sur les atouts de la multigestion et sur ses travaux autour de l'analyse comportementale des gérants.*

**Profession CGP :** *Qu'est-ce que la multigestion ?*

**Philippe Sarica :** Il s'agit d'une technique de sélection alliant des méthodes quantitatives et qualitatives pour sélectionner des fonds et les assembler afin de construire une allocation.

L'analyse qualitative est un vaste sujet qui, dans la sélection des fonds, devrait représenter 80 à 90 % du travail. Si l'on se contente de l'analyse quantitative, on passe à côté d'une grande partie des informations. Dans l'analyse qualitative du fonds, nous nous attachons à la cohérence du discours tenu par le gérant et la société de gestion en regard de leurs valeurs. Le process est aussi analysé, son originalité et son application sont évaluées.

*Vous avez récemment créé la Société française des sélectionneurs de fonds (SF2). Pourquoi ?*

**P. S. :** Elle a été créée par un groupe de spécialistes de la sélection. Elle rassemble tous les professionnels dont le métier consiste à évaluer la qualité des gérants de fonds et leur aptitude à battre dans la durée avec régularité et constance l'indice de référence du marché, ou l'indice de référence choisi par la gestion. Son objectif est de faire connaître les spécificités de ce métier, de proposer un guide de ses bonnes pratiques, de rester informé de l'état de l'art de la recherche, de dispenser des modules de formation adaptés aux attentes de différentes professions concernées et d'organiser des événements réguliers pour illustrer nos savoir-faire. Une de nos ambitions serait de créer un cursus de formation certifiant.

“  
**Pour être performant, un fonds de fonds nécessite un encours suffisant afin d'être en mesure de négocier les frais de gestion des sous-jacents.**



PHILIPPE SARICA, PHS Finance - La Finance émotionnelle, président de la Société française des sélectionneurs de fonds.

”  
 Nos domaines d'investigation touchent d'abord les différentes spécialités de la finance, qu'ils s'agissent de la gestion traditionnelle, la gestion alternative, la gestion passive, mais aussi de la typologie des clients qui s'y intéressent, les particuliers, les institutionnels (assurance, prévoyance et caisses de retraite) et les intermédiaires financiers et, enfin, les types de produits financiers utilisés pour faire fructifier l'épargne. La sélection est donc souvent affaire de choix des possibles sous contraintes réglementaires mais aussi usuelles (dispersion, diversité des styles, et taille de capitalisation, orientation sectorielle). Elle accompagne aussi les problématiques de notre temps financier, l'approche socialement responsable, la dimension solidaire et bien entendu les développements récents concernant la transition énergétique.

Notre rôle n'est pas spécifique à la multigestion, tous les sélectionneurs sont concernés. Au contraire, la sélection de fonds consiste pour chaque orientation de gestion, à classer nos choix en fonction des styles de gestion et caractéristiques propres et ensuite les utiliser au sein d'un compte, ou d'un produit adapté.

Si l'on observe les évolutions, d'ailleurs un grand nombre d'institutions ont réduit l'activité de multigestion au profit de département d'analyses permettant de délivrer une liste de sélection allant de la gestion active à la gestion alternative et permettant à leur clientèle de faire un choix adapté à leur besoin.

#### Quels sont les avantages de ce mode de gestion ?

**P. S. :** La multigestion combine allocation et sélection de fonds. Au niveau allocation, on peut mélanger des classes d'actifs, des secteurs géographiques, des secteurs d'activité, des styles de gestion, des tailles de capitalisation etc. la phase de sélection permet de choisir des OPCVM ou des gérants ce qui permet de nouer avec eux une approche relationnelle. Vous avez accès à un gérant professionnel même pour un faible investissement. Vos placements sont valorisés et liquidables quotidiennement. Vous bénéficiez d'une diversification de portefeuilles. Le contrôle de risque de portefeuille est régulier.

#### Quelles en sont les limites ?

**P. S. :** Pour être performant, un fonds de fonds nécessite un encours suffisant afin d'être en mesure de négocier les frais de gestion des sous-jacents.

#### La multigestion a été décriée un temps, notamment en raison de frais élevés. Qu'en pensez-vous ?

**P. S. :** L'empilement des frais est une évidence. Il faut juste replacer le sujet dans son contexte, et bien comprendre à quel service il correspond. Tout travail méritant salaire, il faut considérer la valeur ajoutée du multigérant, ce qui a un prix. Il s'agit d'un travail consciencieux de classement des qualités et défaut des fonds, puis de la construction d'un portefeuille de fonds que l'équipe de gestion identifie comme porteurs en anticipation d'événements.

Le problème de l'empilement des frais ne devrait plus se poser de manière aussi aiguë aujourd'hui où des parts à frais réduits sont disponibles et où il est toujours possible de négocier des rétrocessions acquises au fonds de fonds. Pour le reste, tout est question de rapport qualité-prix, il faut éviter la sous-performance qu'engendre un gérant qui a des frais trop importants. Nous disposons de tous les indicateurs pour cela.

“

**Tout travail méritant salaire, il faut considérer la valeur ajoutée du multigérant, ce qui a un prix. Il s'agit d'un travail consciencieux de classement des qualités et défaut des fonds, puis de la construction d'un portefeuille de fonds que l'équipe de gestion identifie comme porteurs en anticipation d'événements.**

”

#### Vous avez mené d'importants travaux sur l'analyse comportementale des gérants...

**P. S. :** Oui. Si au sein de PHS Finance nous avons systématisé un ensemble de méthodes quantitatives et qualitatives résultant de mon expérience de sélectionneur mais aussi de la recherche universitaire, nous avons ajouté à ces scores une évaluation du gérant en termes de personnalité et de compétences émotionnelles utilisant et développant les résultats de la recherche que j'ai menée dans le cadre de ma thèse de doctorat soutenue à Paris-I Sorbonne en 2014.

Dans mes entretiens qualitatifs avec mes gérants, je me pose systématiquement la question de savoir si je les recruterais comme collaborateurs. L'analyse comportementale des gérants est primordiale car la gestion des émotions est importante, tout comme il est important de mieux connaître leur personnalité.

J'ai utilisé un test composé de deux-cent-cinquante questions mis en œuvre sur un panel de gérants francophones, car – pour des questions de culture et de compréhension des questions –, il était important que ce questionnaire soit adapté à la population visée.

Quarante gérants ont été interrogés et leurs fonds examinés sur six ans. A l'issue, nous avons observé les corrélations entre les résultats de ces tests et les ratios de gestion tels que la performance, l'alpha généré, la volatilité, le drawdown... Cette étude a permis de faire ressortir des traits de caractère, de personnalité, de réaction aux émotions qui avaient une influence...

La recherche a été menée sur deux périodes de trois ans – de 2009 à 2015 - afin d'identifier la stabilité des résultats. Nous avons été confrontés dans cette recherche au taux de rotation des gérants qui a nécessité de faire appel à un panel plus important qu'initialement prévu, mais nous avons tout de même pu étudier 40 à 50 portefeuilles pour mesurer les liens entre traits de personnalité et performances des portefeuilles.

#### Comment était composé votre test ?

**P. S. :** Il était bâti autour de deux grandes parties avec, d'une part un test de personnalité, dont les résultats doivent être stables dans le temps ; et d'autre part un test d'intelligence émotionnelle, dont les résultats sont plus sensibles à la conjoncture et permettent de déterminer l'aptitude du gérant à résister au stress.

#### Quels sont les résultats ?

**P. S. :** Tous les résultats n'étaient pas forcément explicables. Seules les corrélations ayant une interprétation claire ont été retenues. Parmi ceux qui l'étaient, nous pouvons parler de la corrélation entre modestie et performance et niveau de risque. Plus le gérant est modeste – toutes proportions gardées car les gérants sont globalement des personnalités sûres d'elles-mêmes – meilleures sont les performances délivrées et le niveau de risque du portefeuille. L'explication est simple : le gérant faisant preuve d'humilité est alors une personne qui tient compte de ses erreurs, qui ne s'attache pas des idées fausses et subit moins le biais d'excès de confiance. Toutefois, ce résultat est à relativiser car la confiance en soi-même est nécessaire dans la gestion de portefeuille, mais c'est l'excès qui est pénalisant. >>>

Selon diverses études, environ 75 à 80 % des acteurs de la finance sont en situation d'excès de confiance. Cet excès de confiance se traduit par une surperformance dans les phases de hausse ; le drame intervient dans les phases de retournement de marché. Alors, dans ces périodes, les gérants les plus humbles sont en capacité de se remettre en cause et sont ceux qui devraient délivrer le plus de performance.

Encore une fois, ce résultat est à relativiser car il s'agit d'une condition nécessaire mais pas suffisante, d'autres qualités et compétences sont nécessaires.

*Outre l'humilité du gérant, sur quels autres traits de personnalité avez-vous mené vos recherches ?*

**P. S. :** On peut lister quatre autres grands biais de comportement : le névrosisme (anxiété, impulsivité, dépression...), l'ouverture aux idées nouvelles ou encore l'autodiscipline, la grégarité, et l'ouverture à la rêverie...

*Quels sont vos résultats autour des biais de comportement ?*

**P. S. :** Il a été difficile de systématiser les résultats. En effet, je ne suis pas certain que des biais comme l'optimisme et le pessimisme soient constants chez les gérants. Et certains biais deviennent tantôt positifs, tantôt négatifs. Par exemple, le biais de familiarité – c'est-à-dire d'investir dans ce que le gérant connaît le mieux – est parfois un avantage, parfois un désavantage. L'aversion au regret est également à étudier de près, notamment chez les Latins. Il s'agit ici de voir comment le gérant, dans sa prise de décision, cherche à en minimiser les conséquences. Sur le plan financier, il faut éviter la perte d'argent/la sous-performance ; sur le plan personnel, l'erreur commise est une souffrance pour ego. Au final, lorsque le gérant fait preuve d'une forte aversion au regret il peut avoir tendance à suivre la foule, il peut ne pas prendre les bonnes décisions de gestion. Or, ce biais de comportement est difficile à mesurer et fluctue dans le temps.

*L'industrie de la gestion d'actifs est également soumise à la pression des classements et des performances au 31 décembre qui influent sur son comportement...*

**P. S. :** Oui, le court-termisme est un problème... Or, je suis intimement persuadé que, sur le moyen terme, et à condition de ne pas penser que le gérant va battre son indice à chaque instant, il convient d'éviter de regarder à tout instant les résultats de ses positions lorsqu'on investit sur les marchés financiers.

L'investissement programmé est souvent à privilégier : on ne connaît pas immédiatement son prix de revient et la grande question du « *market timing* » ne se pose pas car, comme l'avait observé Malkiel, en matière de timing du marché il est rare de se tromper moins d'une fois sur deux. La question des rotations sectorielles ou de style est également difficilement à anticiper.

*Que pensez-vous de l'adage « les performances passées ne préjugent pas des performances futures » ?*

**P. S. :** Ce n'est pas si vrai. Pour un multigérant, la démarche quantitative – qui vaut ce qu'elle vaut – est

“

**Selon diverses études, environ 75 à 80 % des acteurs de la finance sont en situation d'excès de confiance. Cet excès de confiance se traduit par une surperformance dans les phases de hausse ; le drame intervient dans les phases de retournement de marché. Alors, dans ces périodes, les gérants les plus humbles sont en capacité de se remettre en cause et sont ceux qui devraient délivrer le plus de performance.**

”

incontournable : nous sommes donc bien obligés de nous baser sur des performances passées. L'approche comportementale est dans ce cas un appui.

Par exemple, le ratio de Sharpe d'un gérant peut être très bon sur trois années consécutives et être bouleversé l'année suivante. Or, la corrélation entre ce ratio et un trait de personnalité, qui, lui, ne bouge pas dans le temps, peut être utilisée dans la sélection d'un gérant.

*Comment procédez-vous pour réaliser votre analyse quantitative des fonds ?*

**P. S. :** Notre méthode s'appuie sur une quinzaine de ratios analysés sur cinq ans, trois ans et un an, en accordant plus de poids aux mouvements les plus récents. L'analyse porte sur cinq ratios de performance, cinq ratios de risque et cinq ratios de régularité (ratio de capture, évolution dans les classements de catégorie, pourcentage de périodes positives...), tous notés entre 0 et 100. Ceux-ci ne doivent pas trop être corrélés entre eux, et il s'agit de ratios purs, c'est-à-dire non ajustés du risque.

Les meilleurs fonds, dans leur catégorie (ou leur *peer group*), sont retenus pour passer à l'étude qualitative. D'autres critères entrent bien sûr dans la sélection ; la qualité de la société de gestion – le gérant ne peut pas être bon si son environnement ne l'est pas –, la compétence ou l'expérience du gérant ou encore son autonomie par rapport à son management. ●

Propos recueillis par Benoît Descamps