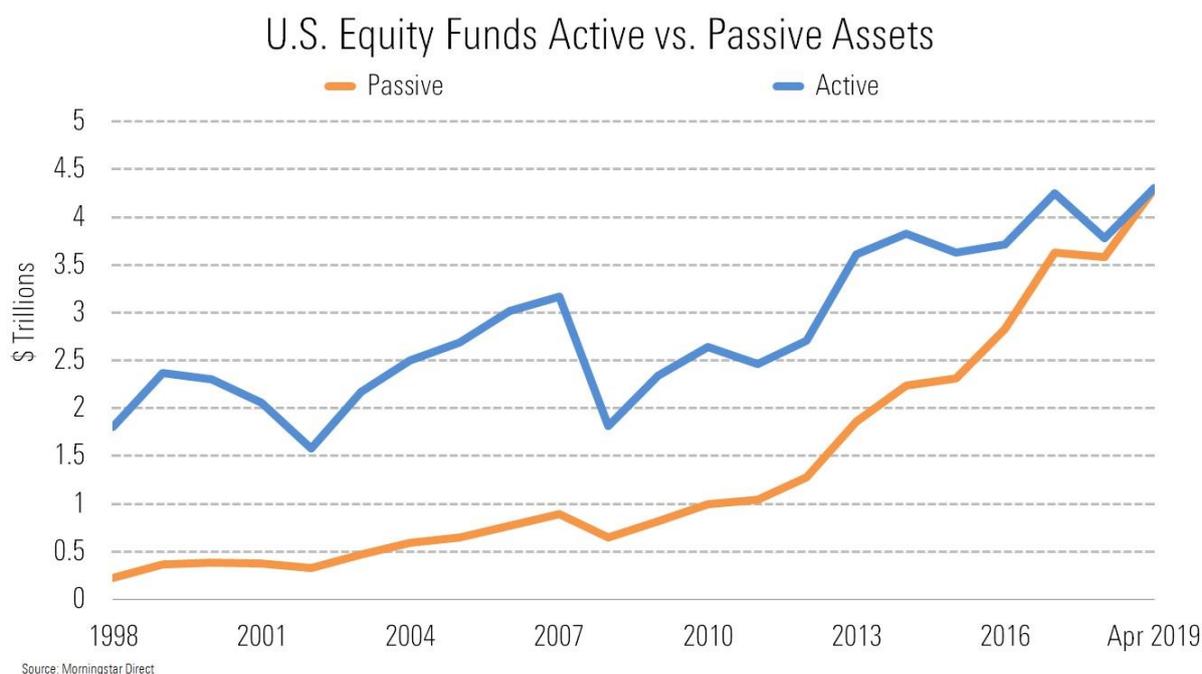


L'intelligence collective au service de l'investissement

Difficile aujourd'hui de fermer les yeux sur l'essor de la gestion passive. Il n'est pas rare de lire, dans l'une ou l'autre revue économique et financière, un article anticipant la disparition prochaine de la gestion active... Pour mémoire l'objectif d'une approche passive consiste à répliquer la performance des grands indices de marché, sans tenir compte des fondamentaux et de la valorisation des sous-jacents composant les dits indices. Elle se retrouve ainsi en opposition avec la gestion active 'traditionnelle' qui vise à faire mieux que les indices de marché par le biais de stratégies d'allocation d'actif ou de sélection de titres.

S'appuyant sur la théorie de l'efficacité des marchés développée dans les années 70 par l'économiste E. Fama¹ et sur les travaux de Jack Bogle, fondateur de Vanguard, la gestion passive gagne des parts de marchés depuis près de vingt ans, au point que les encours s'y rattachant représentent désormais la majorité du secteur aux Etats-Unis.



En vulgarisant, la théorie de l'efficacité des marchés suppose que toute l'information disponible est immédiatement intégrée par les marchés financiers et reflétée par le cours du titre sous-jacent. Selon cette hypothèse, il serait donc impossible de 'battre le Marché' comme cherchent à le faire les gérants actifs... Cette supposition se vérifie en moyenne, puisque sur dix ans 75% à 90% des gérants actifs sous-performent face à un fonds passif².

Décus par les performances délivrées au regard des frais prélevés, les investisseurs se sont détournés de la gestion active et c'est ainsi que peu à peu la gestion passive s'est imposée au sein du paysage de l'offre d'épargne.

La face cachée de l'alpha

Pourtant, un certain nombre d'études académiques sont venues démontrer qu'il existait bien un alpha fondamental³. Ainsi, les gérants actifs auraient bien au global, une aptitude à la sélection de titres, mais cela ne se reflèterait pas dans les performances nettes des fonds. La minorité qui bat les indices ne serait donc en réalité que la partie émergée de l'iceberg... ? Nous pouvons alors nous interroger sur les raisons structurelles qui viendraient diluer, voire annihiler, la capacité de création de valeur de la gestion active.

La première entrave évidente - et quantifiable par tous - réside dans les frais de gestion, parfois prohibitifs, qui viennent naturellement ronger la surperformance générée par ces gérants de portefeuille.

Un deuxième élément est lié à un phénomène moins connu, mais qui peut être également très néfaste : la diversification à outrance des portefeuilles... Les américains surnomment ce phénomène la *worstification* (traduction approximative : « dispersification »). Il s'explique par plusieurs facteurs de pression, externes ou internes : la réglementation ; le gérant qui souhaite limiter sa singularité face aux concurrents, aux indices de marché, pilotant ainsi son risque de 'carrière' ; le contrôle des risques qui imposent des limites de *tracking-error*... Or il est démontré⁴ que l'idée incrémentale est souvent moins bonne, venant ainsi diluer l'alpha des plus fortes convictions... Pour paraphraser Warren Buffett : « La diversification peut préserver la richesse, mais c'est la concentration qui la construit ». Enfin, un troisième facteur qui vient nuire à la gestion active réside dans les biais cognitifs que chaque individu porte en lui : ancrage, confirmation, autocomplaisance, aversion aux pertes... La finance comportementale explique très clairement comment le gérant est souvent son propre ennemi.

A la lumière de ces éléments, plutôt que d'opposer gestion active et gestion passive, une troisième voie peut-elle être envisagée ?

La Sagesse des Foules

La théorie de l'intelligence collective ou "sagesse des foules", rendue populaire par le livre « The Wisdom of Crowds » de James Surowiecki publié en 2004, stipule que les décisions prises par un groupe d'individus sont généralement meilleures que les décisions provenant d'un jugement individuel. Résumé simplement : l'intelligence s'additionne alors que les biais se neutralisent.

Pour fonctionner, l'intelligence collective requiert néanmoins un certain nombre de prérequis :

- Le groupe doit présenter une certaine diversité d'opinions
- Ses membres doivent émettre des jugements indépendants
- Le tout doit être regroupé au sein d'un système d'agrégation objectif afin qu'en ressorte la décision « supercollective ».

Si ces conditions préalables venaient à manquer, l'intelligence collective recherchée risquerait de se transformer en conformisme !

Le concept est en réalité très ancien puisque dans l'Antiquité déjà, Aristote évoquait dans son ouvrage « La Politique » que *'la majorité, dont chaque membre pris à part n'est pas un homme remarquable, est cependant au-dessus des hommes supérieurs'*. Diverses formalisations théoriques ont été apportées au fil des années : par Nicolas de Condorcet au 18^{ème} siècle via son « Théorème du Jury » ou plus récemment, par l'américain Scott Page et son « Théorème de la Diversité ». Néanmoins, c'est dans

ses applications empiriques que le phénomène d'intelligence collective est généralement le plus frappant.

A titre d'illustration, de nombreuses expériences visant à réaliser des estimations (poids d'un animal ; quantité de confiseries dans un bocal...) ont été menées ces dernières décennies – notamment par le financier Michael Mauboussin ou l'économiste Jack Treynor – et systematiquement, l'appréciation moyenne du groupe surpassait largement l'estimation individuelle.

| Jelly Bean Experiment Individual Predictions vs Group Average | | |
|--|-------------------------------|------------------------------|
| Experimenter | Individuals Better Than Group | Individuals Worse Than Group |
| Treynor | 1.8% | 98.2% |
| Mauboussin | 2.7% | 97.3% |

Des exemples plus récents d'applications de la sagesse des foules existent dans des domaines variés : c'est en effet sur ce concept que repose Wikipédia ou encore l'algorithme de référencement de Google.

Les débouchés sont donc multiples : de la résolution de problèmes simples (estimation d'une quantité), jusqu'à la racine du fonctionnement de nos démocraties modernes... et dans notre cas, la recherche d'un portefeuille optimal.

Le système de « capture d'alpha » : stratégies Venn Smart Alpha

Chez Venn Research, nous avons en effet mis cette théorie à profit afin d'extraire l'alpha issu de l'intelligence collective d'un groupe d'experts investissant sur les actions.

Notre objectif est de créer des stratégies de *stock-picking*, capables de délivrer un alpha régulier dans le temps, en éliminant au maximum les biais de styles et les biais cognitifs. Comme évoqué plus haut, nous sommes convaincus que ces derniers sont une des raisons expliquant la sous-performance globalement affichée par la gestion active. En isolant ces biais, ces bruits, nous cherchons à capturer l'alpha fondamental avant que ce dernier ne soit dilué ou détruit.

Appliqué à la gestion d'actifs donc, dans l'idée de construire un portefeuille « supercollectif », il nous faut :

- un groupe d'experts du *stock-picking*,
- indépendants les uns des autres,
- affichant une certaine diversité (en termes de style de gestion, d'approches, de méthodes) et,
- un système d'agrégation objectif.

Nous avons ainsi constitué pour chacune de nos stratégies, un panel de gérants, suffisamment diversifiées en nombre et en style. Cet échantillon répond à des critères quantitatifs validant les caractéristiques recherchées. En effet, nous évoquions plus haut que les principales convictions étaient généralement les moteurs de performance. Nous cibons donc des gérants fortement concentrés sur leurs plus fortes idées. Il faut que ces gérants réfléchissent par eux-mêmes (notion d'indépendance) et donc que leurs portefeuilles affichent des *active shares* (mesure statistique de la différenciation

aux indices de marché) importantes. Enfin, une analyse qualitative permet d'identifier les styles et approches, pour nous assurer de la bonne diversité du panel.

Par la suite, notre algorithme - jouant le rôle du système d'agrégation - récupère et analyse les inventaires de portefeuille de ces gérants. Ceci est rendu possible par la réglementation qui impose une certaine transparence aux acteurs de la gestion d'actifs (publication à un rythme trimestriel aux Etats-Unis par exemple). Nous considérons qu'un portefeuille est finalement l'expression de l'opinion du gérant. Si ce dernier détient telle ou telle valeur c'est qu'il pense que le titre est en mesure de surperformer son indice. Notre algorithme va donc agréger ces opinions individuelles pour les transformer en une opinion « supercollective » fondée sur le consensus de ces experts.

Nos stratégies sont concentrées sur les titres faisant l'objet du plus fort consensus. Ce sont donc des stratégies de convictions qui présentent des *actives shares* élevées (80/85%) tout en conservant un bon équilibre entre les styles *value/croissance*.

Venn Research développe ces stratégies depuis 2019 et les performances témoignent d'une certaine robustesse.

- 1- « Efficient Capital Markets : a Review of Theory and Empirical Works »
- 2- <https://www.morningstar.co.uk/uk/news/195598/where-do-active-managers-outperform.aspx>
- 3- Best Ideas - Anton, Miguel and Cohen, Randolph B. and Polk, Christopher.
- 4- Diversification versus Concentration . . . and the Winner is? - Danny Yeung, Paolo Pellizzari, Ron Bird, Sazali Abidin