



NEWS Managers

Groupe AGEFI

Championnat amLeague : pour les institutionnels, le talent des gérants n'a pas de frontières

Jean-François Tardiveau et Paul Sérieys le 22/03/2011

La table ronde **Newsmanagers-amLeague** qui s'est tenue **jeudi 17 mars** entre asset managers et investisseurs institutionnels a été l'occasion pour les gérants de détailler leurs gestions, plus libre afin de laisser leur talent s'exprimer et séduire cette clientèle. Cela dit, certains intervenants ont souligné la difficulté de séduire les investisseurs institutionnels lorsque l'on représente une maison étrangère. Ce qu'ont contesté les institutionnels pour lesquels le talent des gérants n'a pas de frontières lorsqu'ils s'appêtent à investir...

Newsmanagers: *Stéphane Cadieu*, vous êtes gérant chez *Federal Finance*, filiale de gestion d'actifs du Crédit Mutuel Arkéa dont la clientèle "retail" constitue le fonds de commerce. Vous concourez désormais dans le cadre du championnat amLeague élaboré pour les investisseurs institutionnels. Peut-on gérer des investisseurs institutionnels comme une clientèle d'investisseurs particuliers ? A ce titre, la tracking-error de votre portefeuille est faible comme on le voit généralement dans les réseaux. Cette situation est-elle en cours d'évolution ? Stéphane Cadieu : (directeur de la gestion de Federal Finance): Notre base est effectivement celle du "retail".

Cependant, nous avons effectué un mouvement depuis 2004 avec la volonté de nous ouvrir aux investisseurs institutionnels. Nous ne renions pas du tout nos réseaux de clients particuliers mais nous avons souhaité nous développer vers l'externe avec les expériences dont nous disposons dans la gestion d'actifs. Pour ce faire, nous avons créé de nouveaux produits plus adaptés au monde institutionnel avec, notamment, des tracking errors plus élevées que nous avons sur nos produits traditionnels.

Pour autant, nous nous rendons compte aujourd'hui que notre clientèle de particuliers a de l'appétence pour les mêmes produits que ceux que nous avons développés pour les institutionnels. Ce qui nous a conduit à ouvrir ces produits, qui étaient institutionnels à la base, à nos réseaux classiques. Pour revenir à la tracking error, certes, nous avons augmenté son niveau, mais je pense que cette augmentation n'est pas, en soi, une obligation en termes de gestion, dans la mesure où, selon les périodes dans lesquelles nous évoluons, nous avons tendance à la faire évoluer dans une fourchette plus importante que ce que nous avons l'habitude de faire.

Concernant le mandat amLeague qui a démarré au 30 juin de l'année dernière, nous connaissons depuis quelques mois des périodes de turbulences sur lesquelles la visibilité n'est pas forcément au rendez-vous. Cela nous conduit parfois à réduire notre niveau de tracking error mais, encore une fois, nous ne pilotons pas notre tracking error, nous la suivons. Nous avons une gestion de conviction et en

tant que gérant, je n'ai pas les yeux rivés sur cet indicateur. Mon portefeuille est d'abord constitué de valeurs sur lesquelles j'ai des convictions. La résultante est une tracking error qui est relativement contenue mais je ne pilote pas le portefeuille pour arriver à un tel niveau. Cela dit, je me fixe tout de même des bornes en termes de tracking error et lorsque nous les atteignons, nous prenons des mesures pour ne pas aller au-delà.

Newsmanagers: vous concourez dans le mandat Actions Euro fully invested. Avez-vous une préférence affirmée pour la zone Euro? Stéphane Cadieu : Nous avons choisi la catégorie Actions Euros compte tenu du prisme important sur le Royaume-Uni dans la catégorie Actions Europe, qui n'est pas une chose que nous exprimons dans notre gamme. Nous avons quelques fonds indexés sur l'indice Stoxx 600, mais, même dans ces fonds, le poids du Royaume-Uni a tendance structurellement à être sous-pondéré. En tout cas, la zone actions Euro correspond plus à notre savoir-faire historique.

Newsmanagers: *Jeffrey Taylor*, vous êtes gérant britannique chez *Invesco Perpetual*, êtes-vous d'accord avec cette idée selon laquelle le marché britannique est compliqué, du moins vu de France ?

Jeffrey Taylor (responsable de la gestion Actions européenne chez Invesco Perpetual) : Je ne suis pas expert en actions britanniques. Je me suis concentré plutôt sur les marchés de ce côté-ci de la Manche. Cela dit, le marché britannique n'est pas si compliqué. Il est clair qu'actuellement, la composition de ce marché est un peu bizarre compte tenu des pondérations du secteur des matières premières et de l'énergie ainsi que, par le passé, du secteur bancaire. Mais c'est une spécificité comme une autre. Je vous rappellerai la pondération de Total dans le CAC 40 ou bien la quasi-absence de valeurs dépendant de la demande domestique en Allemagne.... Par conséquent, pour moi, le marché britannique est un marché comme les autres, avec simplement des pondérations un peu différentes.

Quand je parle avec mes collègues qui sont experts et spécialistes sur la place de Londres, je vois qu'ils travaillent de la même façon que moi. Ils sont dans la gestion active, qui donne la primauté aux valorisations sous-jacentes des titres. Cela fonctionne sur le marché britannique comme sur des marchés du continent européen.

Un bon gérant actif peut donc aussi bien réussir en Angleterre qu'ici.

Newsmanagers: Vous gérez dans le cadre du mandat "actions euro fully invested", et occupez la tête du classement au 15 mars. Ce n'est pas le cas du portefeuille au sein du mandat Europe mais ce n'est pas vous qui le pilotez... Jeffrey Taylor : La gestion du portefeuille dans le mandat Europe est assurée par un de mes confrères à Francfort. C'est un autre style de gestion, une gestion quantitative, en l'occurrence alors que je mène une gestion active.

Newsmanagers: Vu de Londres, vous gérez pour des investisseurs institutionnels français. Avez-vous fait particulièrement attention à l'aspect performance ou avez-vous plutôt fait preuve de prudence dans votre gestion? Jeffrey Taylor : J'ai voulu donner une image fidèle de ma façon de travailler en participant au classement AmLeague.

Je n'ai donc pas modifié ma méthode de travail. Je gère comme je le fais pour les sicav de droit français, que je gère pour des investisseurs institutionnels dédiés, pour des clients internationaux, ou pour une clientèle britannique.

Evidemment, il y a des différences compte tenu des indices de référence. Notre expérience n'est donc pas trop éloignée de celle de Stéphane Cadieu, puisque nous avons vu un certain nombre de clients institutionnels sont venus chez nous parce qu'ils aiment le style de produits que nous avons pu fabriquer pour notre clientèle "retail". En fait, tout le monde veut de la performance !

Newsmanagers: Pilotez-vous concrètement en fonction d'un écart de suivi ? Jeffrey Taylor : Je mène une gestion de conviction. L'écart de suivi, pour moi, c'est le résultat et non pas le point de départ. Je gère et les mouvements de tracking error en sont le résultat.

Newsmanagers: *Nicolas Bouët*, vous êtes à la tête d'*Invesco France*, est-il plus facile de séduire des investisseurs institutionnels français, lorsque l'on est une société de gestion anglo-saxonne ou est-ce, au contraire, plus difficile et, dans ce cas, pourquoi? *Nicolas Bouët* (directeur général délégué d'*Invesco AM*) : je pense qu'une société comme *Invesco*, qui gère plus de 600 milliards de dollars dans le monde évite aux investisseurs institutionnels de mener des "due diligences" sur les sociétés dans lesquelles ils vont investir. Dans ce genre de situations, une société comme la nôtre permet de gagner beaucoup de temps, les due diligences ayant déjà été faites et que nous sommes déjà autorisés à la souscription. En revanche, pour parler du monde institutionnel, je pense qu'il y a une exigence du client en France qui fait qu'aujourd'hui, en tant que grande société anglo-saxonne, nous n'avons pas toujours les mêmes facilités, le même accès ou la même ouverture que certaines sociétés de gestion française. Et ce, pour différentes raisons.

Il est possible par exemple que le langage soit une barrière pour certains institutionnels qui ne sont pas forcément à l'aise en anglais ; il est possible également qu'une caisse régionale ait dans sa culture l'habitude de parler aux gérants en direct. De fait, elle peut être gênée de ne plus pouvoir le faire avec des gens qui sont basés à Londres, aux Etats-Unis ou plus loin.

J'ai donc le sentiment qu'à performances égales, la primauté sera donnée aux gérants français. Peut-être pour une question de facilité. J'ajoute que les sociétés de gestion françaises sont bien plus proches du marché institutionnel hexagonal, de ses contraintes et de ses besoins que des grandes sociétés internationales. A propos de Solvency 2 par exemple, on sent que les sociétés de gestion françaises sont déjà en train de proposer des solutions à leurs clients institutionnels ou ont bien entamé le débat alors que pour ce qui nous concerne, nous sommes toujours des puristes de la gestion. Quand on nous pose la question, nous répondons : « Nous allons gérer ce que vous voulez comme vous le voulez, mais il faut nous dire ce que vous voulez ».

Newsmanagers: Pourquoi vouloir concourir dans deux mandats différents en proposant deux solutions d'investissement différentes ? *Nicolas Bouët* : Parce que certains de nos clients institutionnels sont attirés par la gestion active tandis que d'autres le sont par la gestion quantitative systématique.

Pour nous, c'est l'occasion d'être une belle vitrine et de montrer qu'une même société peut avoir deux styles très différents qui donnent des résultats aussi très différents. Ce n'est pas forcément celui qui est premier d'un mandat d'amLeague qui va le plus attirer l'œil. L'avantage d'une grande société est donc de pouvoir proposer plusieurs types de gestion. Cela dit, une fois de plus, nous sommes des gérants avant tout et nous essayons de faire ce qu'on nous demande plutôt que de proposer un ensemble de solutions. Pour moi, la différence se fait là.

Newsmanagers: Passons à l'analyse de la performance des différents participants aux différents mandats. Y a-t-il des éléments remarquables ? *Olivier Jéséquel* (responsable Activités Investisseurs Institutionnels France et Europe Francophone) : Depuis la création d'amLeague, différentes phases de marché ont alterné. Il y en a six exactement : une phase haussière, une phase baissière, une autre phase haussière, puis une phase baissière, et enfin une dernière phase haussière suivie d'une phase baissière.

Cela nous amène à nous projeter, en dehors du commentaire, sur les simples performances pour essayer de comprendre comment la situation évolue. Enfin, le troisième volet est une approche en analyse rendement/risques. Si vous le souhaitez, nous pourrions revenir sur ces éléments, mais, pour

cette nouvelle réunion, j'ai tout d'abord regardé l'évolution des portefeuilles depuis le 28 février, date d'arrêtés des performances lors de notre précédente réunion. Si nous passons en revue rapidement ces éléments, nous constatons tout d'abord qu'autant sur le mandat Europe Equity Fully Invested que sur le mandat Euro Equity Fully Invested, la situation ne s'est pas réellement modifiée si on la rapporte d'une part, aux performances depuis le 30 juin, c'est-à-dire depuis le départ du championnat, et, d'autre part, depuis le début de l'année. Ce sont des périodes qui peuvent intéresser les investisseurs.

Sur le mandat Europe, nous avons toujours les mêmes classements depuis le lancement : CCR AM, Edmond de Rothschild AM, Petercam et Mandarine Gestion, figurent en haut du tableau, le reste du classement étant à peu près identique. Si on regarde les performances depuis le début de l'année, on constate encore une fois, par rapport au 28 février, qu'il n'y a pas eu d'importants changements. Cela peut s'avérer étonnant, sachant qu'entre-temps, le marché a enregistré une phase baissière.

Je note par exemple que, depuis le début de l'année, Ofi AM accroît son avance dans le mandat Europe par rapport à l'indice MSCI Europe. Je constate aussi que CCR AM reste en tête des classements depuis le début de l'année. Cela peut amener une question : que s'est-il passé ? Est-ce l'avance qui a permis de rester en tête ou est-ce une bonne évolution depuis le 28 février ? Par ailleurs, nous avons regardé l'évolution des performances depuis le 28 février. Au 15 mars, nous trouvons Invesco.

Dans une phase baissière où le marché a perdu 7 %, Invesco enregistre une baisse de 5 % et OFI AM une baisse de 5,34 %. De la même manière, sur la Zone Euro, nous faisons les mêmes constats. Les premiers du classement depuis la création (CCR AM, Allianz GI, CM-CIC et autres) le demeurent à la date du 15 mars. Sur les performances depuis le début de l'année, Invesco, sur le mandat Zone Euro, reste en tête, de même que CCR AM, et nous n'avons pas vraiment constaté beaucoup de changements. Sur l'évolution depuis le 28 février dans la phase baissière, il conviendrait d'étudier le sujet qu'est CCR AM parce qu'il affiche, d'après les données amLeague, la meilleure performance dans la phase baissière. Pour autant, il affichait quand même un bêta assez élevé. On voit bien qu'il a résisté et cela a attiré un peu mon œil...

Voilà ce qu'on peut noter en termes de commentaires extérieurs sur l'évolution du championnat. Dans l'analyse plus approfondie, nous avons noté des évolutions contrastées entre différentes maisons, par exemple Invesco dans un cas et Invesco dans l'autre. Nous en avons l'explication aujourd'hui. Antoine Briant (CEO d'amLeague) :

Jeffrey Taylor peut-il nous expliquer la raison du "recovery" très important dont son portefeuille a pu bénéficier depuis novembre ? Jeffrey Taylor : il n'y avait pas de grande rotation, à fin 2010, pour changer le portefeuille. Je dirai plutôt que plusieurs grands paris en sur-pondération ou sous-pondération dans mes portefeuilles avaient été préparés en 2010 et ce alors que j'étais assez loin du consensus facile du marché.

Deux semaines avant Noël 2010, la musique, l'humeur du marché a changé. Ce que j'avais en 2010 est plus ou moins ce que j'ai encore aujourd'hui. J'ai un portefeuille qui est assez loin du consensus qui veut que l'Europe du Nord est performante et non l'Europe du Sud. J'ai voulu avoir une exposition à une sélection de valeurs qui sont, par hasard, dans la périphérie, ainsi qu'à certaines valeurs financières, notamment des assureurs plutôt que des banques. Vers la fin décembre, le marché s'est rendu compte que ces paris-là pourraient peut-être tenir la route et j'en ai profité. Enfin, un certain nombre de valeurs de qualité que j'ai trouvées très bon marché qui avaient peu progressé en 2010 ont mieux marché cette année.

Finalement, ce n'est pas moi qui ai changé mais plutôt la musique de fond des marchés.

Et je crois que cette tendance, malgré une grande volatilité, est envisageable dans les mois à venir.

Newsmanagers: *Monsieur Dutertre*, après l'explication qui a été donnée de ces performances, pouvez-vous nous dire comment vous les jugez en tant qu'investisseur institutionnel ? *Philippe Dutertre* (président du Directoire d'AGICAM) : Peut-être me permettez vous de rebondir sur le point ouvert par *Nicolas Bouët*, lui-même porteur ou ambassadeur d'une inquiétude : le marché institutionnel français serait, paraît-il, un marché réservé à des french players... Pour pratiquer largement la délégation de gestion, dans le cadre de la sélection d'OPCVM, de fonds ouverts, y compris sur les classes d'actifs dites core* au sens de notre allocation d'actifs, je pense pouvoir rassurer *Nicolas Bouët*. Nous pensons en effet que le talent n'a pas de frontières, mais nous nous intéressons évidemment au cadre dans lequel ce talent s'exprime.

Le cadre est géographique et réglementaire : c'est une entreprise avec des ressources, des moyens, un bilan, un compte de résultat et une ambition sur un métier. AGICAM, société de gestion d'actifs d'AG2R La Mondiale, gère environ 14 milliards d'euros sur lesquels la délégation de gestion représente environ 2 milliards d'euros, dont 1 milliard d'euros dans le domaine des actions. Nous gérons nous-mêmes d'importants portefeuilles en actions de la zone euro, mais nous achetons également, en les sélectionnant, des fonds investis en actions en zone euro.

Dans les compétitions, les appels d'offres et les consultations que nous organisons, nous cherchons précisément à convaincre un certain nombre d'acteurs que ce marché, cette compétition est ouverte et qu'il n'y a pas de biais national. A tel point que sur une opération récente qui concernait des obligations, nous avons été accompagnés par un consultant anglo-saxon et que le cahier des charges était également disponible intégralement en anglais, de manière à bien signifier que la compétition est ouverte. Cette délégation que nous pratiquons est largement ouverte à des acteurs de toutes origines et de toutes tailles, ce qui nous amène à nous intéresser également aux jeunes pousses.

Il s'agit en effet d'une industrie dont nous faisons partie nous-mêmes, dans la mesure où la racine d'AG2R La Mondiale a fait ce choix historique de loger sa gestion d'actifs au sein d'une société de gestion régulée par l'AMF et adhérente à l'AFG. Nous gérons des capitaux importants pour le compte des fédérations ARRCO et AGIRC. Par conséquent, le fait que nos investissements contribuent à l'enrichissement de la base de cotisation de ces régimes est une voie intéressante.

C'est ce qui nous motive, entre autres, dans l'exercice de cette autorisation qui nous est donnée d'investir dans le private equity.

Le portefeuille de private equity d'AGICAM représente près de 200 millions d'euros d'engagements, dont 50 % sont appelés, un investissement dans 53 fonds. Or, si l'on regarde cela par transparence, on se rend compte que cela représente près de 100 000 emplois et 10 milliards d'euros de chiffre d'affaires. Nous sommes donc prêts à accompagner &"8213; nous l'avons fait &"8213; de jeunes sociétés de gestion d'actifs. C'est un processus qui est la combinaison de différents regards : - le regard du sélectionneur de fonds, - le regard d'un gérant spécialiste de la classe d'actifs concernés : actions européennes zone euro ou non zone euro, actions biais responsable, biais ISR ou non, - le regard du contrôleur de risques, qui est tout aussi important et qui est, là aussi, au cœur du processus. L'enjeu est en effet le cadre réglementaire, l'analyse de la société de gestion et la documentation.

Newsmanagers: Concrètement, combien avez-vous de gérants, de délégations à des sociétés d'origine étrangère ? *Philippe Dutertre* : Nous travaillons avec environ 80 sociétés de gestion différentes et je dirais qu'à ce stade, nous devons en avoir la moitié.

Antoine Briant : Je me permets de rebondir sur cette question des asset managers dits étrangers. Etrangers par rapport à quoi, en fait ? Je trouve, moi, qu'il y a beaucoup trop de Français dans notre championnat : nous avons Invesco, Aberdeen, AllianceBernstein, Allianz Global Investors, Petercam ou Lombard Odier.

C'est très bien à notre avis, mais il n'y en a pas assez. C'est pourquoi nous souhaitons la bienvenue aux asset managers non français. Philippe Dutertre : Dans ce cas, c'est une initiative dont il faut assurer la promotion. En participant à cette compétition, vous espérez que, dans le cadre de la sélection de fonds, de mandats que l'on serait amené à attribuer, on tienne compte du fait qu'un composite amLeague soit aussi admissible qu'un OPCVM ou qu'un composite qui porte un autre nom. Nous sommes d'accord ? Antoine Briant : Bien sûr. Philippe Dutertre : Il est intéressant de voir que quelques toutes petites sociétés de gestion ont accepté de faire cet investissement.

Newsmanagers: Vous avez dit que le talent n'a pas de frontière ni de taille. Réglez-vous facilement ce problème de ratio d'emprise ou investissez-vous des "tickets" à due proportion ? *Philippe Dutertre* : Le ratio d'emprise est un sujet qui est lié soit à une réglementation particulière s'appliquant à certains types de portefeuille, soit à une expression de notre autonomie, aux règles que nous nous fixons.

Nous suivons avec le plus de précision possible nos ratios d'emprise, qu'il s'agisse d'un suivi qui procède de la réglementation ou non, et nous rendons compte à nos mandats. Au sein d'AGICAM, il y a un pôle risques, mais au sein d'AG2R La Mondiale, il y a également une direction des risques. Nous rendons donc des comptes à un certain nombre de parties prenantes, dont les fédérations ARRCO et AGIRC pour le compte desquelles nous gérons des capitaux importants.

La question du ratio d'emprise s'appréhende aussi par le nombre de portefeuilles susceptibles d'être mobilisés. C'est aussi une question de confiance quant à la capacité d'un promoteur ou d'un gestionnaire de convaincre d'autres acteurs, d'autres investisseurs de quelque espèce qu'ils soient : family offices, multigérants ou autres. Bien évidemment, la question du passif se voit dans l'instant et en dynamique, mais nous n'opposons pas a priori à quelqu'un qui veut nous voir le fait de dire : «Écoutez, c'est très intéressant, mais vous reviendrez nous voir dans trois ans quand vous aurez plus de x centaines de millions d'euros». Nous nous intéressons à la densité et à la qualité d'un processus, à la qualité des femmes et des hommes qui mettent en œuvre ce processus, à ce qui va maintenir cette équipe ensemble.

Quand nous nous intéressons à une jeune société de gestion d'actifs, nous allons nous intéresser à qui détient le capital. Si une personne a un projet entrepreneurial avec quelqu'un qui a 99,5 % du capital alors que le moteur intellectuel et ceux qui travaillent n'ont que 0,2 %, c'est plutôt un facteur négatif dans notre appréciation du dossier.

Newsmanagers: *Arnaud Laforge*, menez-vous une politique proche au sein de votre maison? *Arnaud Laforge (directeur financier de Prépar-Vie)* : Non, cela ne peut pas être tout à fait la même parce que les structures sont différentes : nous sommes une compagnie d'assurance. Je pense que les deux approches qui ont été données sont un peu manichéennes. Je suis assez d'accord avec vous sur l'image de l'investisseur "franco-français".

En même temps, on ne peut pas considérer que l'on va investir chez des étrangers avec la même facilité que des Français, sauf si on est un groupe international. En la matière, le talent n'a pas de frontière, évidemment. Pour notre part, nous avons un certain nombre de sociétés de gestion étrangères chez lesquelles nous sommes investis, mais il est clair que nous n'avons pas fait le tour du monde pour aller les chercher. Cela veut dire qu'il faut avoir des bureaux de représentation en France, des gens que l'on connaît depuis longtemps et qui représentent une maison à Paris, et avec une stabilité. On a vu des sociétés de gestion anglo-saxonnes qui avaient un bureau à Paris... qui a fermé du fait de la crise.

Cela fait qu'on se retrouve avec des structures, en tant qu'investisseurs, dans lesquelles on ne voit plus personne. On reçoit plus ou moins régulièrement les reportings, mais ces reportings ont du mal à

traverser la Manche. A partir du moment où l'on a le même service rendu et la même valeur ajoutée, c'est au contraire un plus parce que la culture est différente. Quant à dire "à performances égales", je répondrai que les performances ne sont jamais égales et qu'en même temps, si on n'investit que chez des Français, il y a une forme de consanguinité. Nous sommes nous-mêmes investisseurs dans des sociétés de gestion anglo-saxonnes et scandinaves. Et, à ce titre, nous constatons que les Scandinaves ont un style totalement différent des Anglo-Saxons et des Français. Cela permet donc d'avoir des styles différents et une certaine décorrélation entre les performances. Même s'il n'y a pas de miracle.

Dans le débat entre grandes ou petites sociétés de gestion, il est clair aussi qu'il y a le côté notoriété. Une grande société de gestion internationale qui a une représentation en France fait l'effort de se faire connaître, et à partir du moment où il y a une notoriété, quelle que soit la carte d'identité, ce n'est pas un problème. Il est un peu plus difficile d'aller investir dans une petite société de gestion, même s'il y a des talents, parce qu'on ne connaît pas. Alors que, dans les due diligences, il y a différentes approches, différents degrés, dans l'appréciation de différents critères, nous faisons beaucoup attention à la stabilité et à la connaissance des équipes de gestion.

Nous sommes évidemment sensibles aux "process" des maisons. Cela dit, quand on nous annonce un processus et un "track record" de quinze ou vingt ans alors que les gérants ont tourné cinq ou six fois, on a beau nous expliquer que c'est la maison et non pas les gérants, c'est autre chose... En outre, quand nous nous intéressons à une petite société de gestion, il est surtout question de gestion de talents. Cela tient donc aux gérants et à leur pérennité. Nous regardons donc le track record et le process maison, mais aussi la stabilité des gérants. Lorsque, de surcroît, nous connaissons les gérants de longue date et que nous avons tissé des relations anciennes, il y a une confiance.

Nous savons que ce sont des gens qui ne vont pas forcément perdre leur contrôle facilement ou qui ne vont pas "partir avec la caisse". C'est donc un élément important. Par conséquent, si des petites sociétés de gestion sont au coin de la rue et si on connaît les gens depuis dix, quinze ou vingt ans, on est évidemment plus en confiance. Concernant les styles, je pense que, lorsqu'on est une compagnie d'assurance et que l'on investit en actions ou en immobilier (on appelle alors cela des actifs non contraints par l'actif/passif), on s'éloigne de l'adéquation actif/passif. Mais il ne faut pas s'en éloigner trop.

Notre approche consiste à nous intéresser aux sociétés de gestion, dont les fonds font du benchmarking (qu'il s'agisse de la France ou de l'étranger, sachant que l'on va retrouver plutôt les sociétés de gestion importantes puisque ce sont plutôt elles qui ont les moyens de gérer la tracking error) et s'intéresser pour une part minoritaire aux gestions de talent en diversifiant nos investissements. Ce qui signifie que si l'on a réalisé un mauvais due diligence, on aura toujours les deux tiers voire les trois quarts sur une gestion benchmarkée qui va faire un peu mieux que le marché.

L'idée est de pouvoir donner de "l'upside" à la performance en investissant dans un certain nombre de sociétés de gestion de talent pour surperformer. On parle ici de fonds LDI et de fonds flexibles et il y a eu aussi, récemment, un mandat d'allocation. Il est clair que c'est une chose qui se développe beaucoup. Il s'agit de performance absolue, de total return ou d'absolute return, sur lesquels on trouve surtout les petites sociétés de gestion, même si les grandes s'y mettent désormais soit directement, soit par partenariat, soit en rachetant d'autres sociétés de gestion, avec des styles différents et avec, de par le biais des gérants, des dominantes taux ou des dominantes actions. C'est certainement le gros développement à venir.

Newsmanagers: Etes-vous sensible à la performance pure ou accordez-vous une certaine importance à tous ces critères qui vont concourir à décrire comment s'est faite la performance ? *Arnaud Laforge :* Oui, bien sûr. Il peut y avoir les mandats free invested, mais en performance absolue, dans lesquels, effectivement, le couple risque/rendement est très important.

Il est clair qu'aujourd'hui, on ne met pas son argent que pour faire des coups. C'est un peu dangereux. On s'oriente donc de moins en moins à tout investir dans du benchmarking, ce qui ne veut pas dire que c'est un chèque en blanc à la société de gestion.

Evidemment, Il ne faut pas que la société de gestion soit contrainte. Cependant, les explications des écarts de performances est importante. Dans l'analyse que fait amLeague, on voit que tout le monde concourt sur les mêmes lignes de départ et avec les mêmes contraintes. Ce qui est très étonnant, ce sont les différences de performances sur des périodes et des régularités également différentes. C'est peut-être l'enseignement majeur.

Newsmanagers: Comptez-vous remonter la portion actions dans votre portefeuille? *Arnaud Laforge :* Non. Nous allons même la diluer avec la hausse des encours.

De même, nous n'augmentons pas la gestion alternative, puisque nous avons également 5 % de gestion alternative (ce qui fait un peu beaucoup : nous sommes un peu atypiques en tant qu'assureur). En revanche, nous augmentons la part des OPCVM à performance absolue.

Newsmanagers: De quel type de gestion alternative s'agit-il ? D'immobilier ou de private equity ? *Arnaud Laforge :* Ce sont plutôt des ARIA 3. Sinon, nous avons 1 % de private equity et environ 3 % d'immobilier.

Philippe Dutertre : Sur cette question, il convient de ne pas s'arrêter à la comparaison des performances mais surtout, dans une première étape, d'essayer de s'intéresser à des données cohérentes et comparables entre elles. En ce sens, l'initiative d'amLeague est tout à fait intéressante.

Elle permet également de comparer les gérants entre eux en les affranchissant de ce qui les distingue le plus : le poids des contraintes de passif. Gérer un OPCVM ouvert est très différent de la gestion d'un fonds dédié ou d'un mandat. Le risque de passif est très important. Au-delà, on va s'intéresser à d'autres éléments de risques et cela nous permet de faire travailler cet outil merveilleux qu'est le doute. Le gérant a-t-il eu de la chance (auquel cas, quelle est la probabilité qu'il ait de la chance tout le temps?) ou a-t-il outrepassé le mandat qui lui a été donné ?

C'est aussi l'occasion de vérifier la congruence entre la gestion pratiquée, le cahier des charges et la mission qui nous est confiée à nous, en tant qu'investisseurs institutionnels.