

Championnat amLeague : les investisseurs institutionnels regardent surtout la performance des gérants (version in extenso)

Jean-François Tardiveau et Eric Jarjat le 21/02/2011

Lors de la deuxième table ronde amLeague-Newsmanagers, qui s'est tenue mardi 15 février, les investisseurs présents ont reconnu que la performance des gérants était, pour eux, l'information principale dans le cadre du championnat amLeague, comparée notamment à d'autres indicateurs communiqués par ailleurs. Auparavant, à la lumière d'une analyse des portefeuilles en lice réalisée par bfinance, des asset managers ont pu expliquer leurs résultats et leurs parcours depuis le début de la compétition.

Newsmanagers : bfinance a réalisé une analyse des portefeuilles en lice dans le championnat d'amLeague. Qu'en retire-t-on ?

Samuel Raoul (consultant chez bfinance) : Nous avons été très intéressés par l'initiative amLeague et par l'un de ses objectifs visant à montrer que la gestion active était capable de faire mieux que les indices de marché. Nous avons établi un premier constat pour la période allant du 30 juin au 31 décembre 2010, donc après six mois de gestion. Les résultats étaient assez mitigés puisque sur l'euro, seuls quatre gérants actions ont battu leur benchmark. En revanche, sur l'Europe, ils sont plus nombreux puisque seuls trois n'ont pas battu leur indice de référence. Pour nous, c'est une illustration du fait que les gérants sur un périmètre d'investissement plus large ont plus de moyens pour faire mieux que l'indice Eurostoxx qui est déjà énormément "travaillé". Les résultats sur la zone euro ne sont donc pas tellement en faveur de la gestion active, à la différence de l'Europe. Cela dit, six mois de performance ne constituent pas une période d'observation très importante.

Autre information : il y a très clairement des rotations en termes de classement. Nous voyons apparaître des gérants très bien classés certains trimestres et beaucoup moins à d'autres moments. Il y a également des gérants avec des "tracking error" très différentes, puisqu'on trouve, par exemple, sur la zone euro, CCR AM dont la "tracking error" est très élevée, avec une variabilité dans le classement très importante. Tandis que d'autres concurrents, comme **CIC** > **CM-CIC**, affichent une "tracking error" plus faible et des classements régulièrement dans les 4 ou 5 premiers. Sur l'Europe, c'est le même constat. Malheureusement, nous n'avons pas pu faire d'analyse de portefeuille ligne à ligne. Au niveau des styles de gestion, on voit cependant que depuis juillet, il y a eu des rotations sectorielles importantes. Les gérants qui étaient plutôt "value" ont souffert en tout début de gestion et ont sous-performé pour se rattraper finalement par la suite. C'est typiquement le cas de CCR AM. De ce fait, le style de gestion a clairement eu un impact sur les performances au cours des différentes périodes observées.

Nous avons aussi retenu un élément intéressant : il n'y a pas de corrélation entre la sur-performance des gérants sur 6 mois et le niveau de "tracking error", ni dans un sens, ni dans l'autre. En haut du classement, on trouve des gens assez passifs et d'autres très actifs. C'était vrai entre le 30 juin et le 31 décembre. Pour la période débutant au début du mois de janvier jusqu'au 11 février, on voit que les gérants sur la zone euro, comme **Invesco**, **ING**, **AllianceBernstein** - qui a commencé au 31 décembre - et CCR AM, sont ceux qui ont les "tracking error" les plus importantes. Sur la période, comprise entre le 30 juin et le 11 février dernier, CCR AM, **Allianz** GI et **Edmond de Rothschild** AM sont les trois premiers en

termes de performances. Or ce sont ces établissements qui ont des "tracking error" importantes. On voit donc qu'en intégrant le rally de fin décembre et de janvier, ces gérants plus agressifs ont su profiter de ces marchés haussiers pour battre le benchmark et les gérants plus passifs. Il y a aussi le cas d'OFI AM qui était très loin dans le classement au 31 décembre et qui est remonté dans la catégorie Europe pour finir premier au 11 février avec 7,88 %. Il se situe désormais au-dessus de l'indice.

Cela dit, je le répète, nous n'avons que 7 mois et demi de recul. A ce titre, des gérants qui ont pris des paris marqués sur des valeurs financières par exemple ou avec un style de gestion vraiment marqué peuvent prendre du temps avant de générer de la performance. Le choix d'une gestion plus passive, comme cela a été le cas du [CIC](#), apportent un peu plus de stabilité en termes de performances relatives à l'indice.

NM : Le fait qu'un gérant soit "growth" par rapport à un gérant qui est "value" a-t-il moins d'importance que la distinction entre un gérant passif ou un gérant actif face au marché ?

[Samuel Raoul](#) : L'important est d'abord de savoir, en tant qu'investisseur, dans quel cycle vous vous positionnez pour les mois, les semestres ou les années à venir. Le choix d'un gérant qui a un biais "value" ou "growth" va alors avoir une importance. En revanche, on voit assez peu de corrélation entre choisir un gérant "growth" actif ou un un peu plus benchmarké. Et l'on trouve peu de corrélation entre le niveau de "tracking error" dans la gestion et les résultats dans les classements, sauf en période de très forte hausse où les gens un peu plus agressifs réussissent mieux. C'est ce que nous avons vu en début d'année quand on regarde les performances au 31 décembre arrêtées au 11 février.

NM : La parole est désormais aux gérants. Comment justifier les multiples changements dans les classements et les difficultés rencontrées dans différentes phases de marché ?

[Guy Lermينياux](#) (CIO Equity et associé chez [Petercam](#)) : [Samuel Raoul](#) a noté qu'il était plus difficile de battre le benchmark de la zone euro que le benchmark sur le marché européen. Pourtant, depuis 1998 que je gère chez [Petercam](#), nous remarquons que plus l'univers est petit, plus il est facile de battre le marché. Par exemple, nous sommes plus performants que le marché belge 9 fois sur 10, l'Euro 7 fois sur 10 et l'Europe 4 à 5 fois sur 10.

[Samuel Raoul](#) : En tout cas, c'est ce que nous avons observé sur les résultats.

[Guy Lermينياux](#) : Pour moi, intuitivement, plus l'univers est large, plus c'est difficile. Quoi qu'il en soit, un gestionnaire avec des convictions doit être capable de battre les indices.

NM : Est-ce que le risque de change sur certains marchés est un élément que vous prenez en compte ?

[Guy Lermينياux](#) : Naturellement, lorsque nous investissons dans certains pays européens comme l'Angleterre, la Suisse... Mais nous sommes plutôt "stock pickers" et nous n'avons pas de conviction sur les monnaies. Sur les marchés d'actions, les couvertures peuvent être dangereuses car contre-productives, si l'entreprise se couvre déjà par exemple.

NM : Au final, le fait que vous ne couvrez pas le change a-t-il été, sur la période, un facteur négatif pour votre gestion ?

[Guy Lermينياux](#) : C'est un point à analyser. En général, nous sommes sous-pondérés sur

l'Angleterre et on le sera probablement toujours alors qu'elle représente 35 % de l'indice. Actuellement notre exposition est plutôt à 25 %.

NM : Dans les phases de marché, votre style de gestion est-il plus performant dans les phases de hausse ou de baisse des marchés ?

Guy Lermينياux : nous investissons dans des sociétés de qualité, de croissance, dite GARP (*Growth at a reasonable price*). Nous avons un petit biais growth et nous investissons également un peu plus sur les "mid-caps". Si dans l'indice il y a 20 % de capitalisations en dessous de dix milliards d'euros, notre exposition sera de 40 % car nous pensons qu'on ajoute un peu plus de valeur dans les valeurs moyennes. D'une façon générale, nous avons un biais "valeurs domestiques", moyennes capitalisations et GARP. De fait, si les "small-caps" et les "mid-caps" surperforment les "large-caps", comme cela a été le cas l'année passée, nous ferons mieux que les indices. A une réserve près : je pense que les mid-caps sont désormais nettement trop chers. Aussi, comme l'année passée, nous prenons nos bénéfices et nous investissons dans les "large-caps" qui sont en retard et bon marché.

L'année passée nous avons été sous-pondérés sur les financières. Nous sommes convaincus qu'elles ne sont pas intéressantes ce qui ne signifie pas que nous n'en avons pas du tout. Il y a une certaine "tracking error" à respecter. Mais en général les banques, les compagnies d'assurance surtout l'assurance vie, sont des modèles que nous n'aimons pas pour l'instant.

Samuel Raoul : Quand et comment intervient la gestion de la "tracking error" dans votre gestion, car on voit que vous êtes un des plus passifs du panel ?

Guy Lermينياux : Nous voulons garder une "tracking error" entre 3 % et 4 %, pas plus. Nous avons donc des limites par secteurs. On ne peut pas se permettre de ne pas être investi dans les banques. Mais si les banques représentent 15 % de l'indice, nous en aurons au minimum 10 %. Et nous en choisissons certaines seulement que nous revendrons ensuite si elles remontent. Nous voulons profiter des opportunités tout en restant sous-pondérés dans le secteur. Et ce sera probablement notre stratégie jusqu'à la fin de l'année.

NM : De votre côté, Emmanuel Morano, quelle explication avez-vous pour justifier vos changements en termes de performances et de classements ?

Emmanuel Morano (responsable de la gestion actions chez UFG-LFP) : C'est probablement une question de style de gestion. Je suis d'accord avec ce qui vient d'être dit, tout est question de conviction. On peut avoir une conviction via le bêta ou via l'alpha et éventuellement mener un pilotage des deux. Dans le mandat flexible où nous sommes présents, nous avons une approche "bottom up", qui nous conduit à maximiser l'alpha. Cela met le client et notamment l'institutionnel face à un choix et un arbitrage. En effet, il y aura probablement une espérance d'un gain supérieur sur le long terme, mais avec une "tracking error" supérieure.

Si je regarde les données communiquées par amLeague, notre alpha est le plus élevé de tout l'échantillon, quel que soit notre positionnement. En revanche, notre bêta est très faible. Cela s'explique par le fait que dans le mandat flexible, nous avons eu largement recours aux couvertures en 2010. Nous avons une vision assez prudente sur les marchés. Outre le risque financier, le momentum de révision des perspectives de croissance pour 2011 nous préoccupait. Depuis, il nous semble que les perspectives de croissance sont un peu plus normalisées. Nous avons donc levé les couvertures.

D'une façon générale, le principal levier pour nous, c'est l'alpha. Nous avons un portefeuille actions très concentré, soit une trentaine de valeurs en portefeuille, et nous nous fixons des

cibles de "tracking error" comprises entre 5 et 10 %. Les couvertures ont exacerbé les niveaux de cette indicateur. Plus que le niveau de tracking error, nous veillons en permanence à ce que le risque spécifique, donc l'alpha, soit prépondérant dans l'explication de la "tracking error".

A ce propos, l'alpha est important dans le gisement de mid-caps. alors que dans les large-cap, ou dans les grands secteurs intégrés, les business models sont identiques et les sociétés sont très couvertes. Nous cherchons aussi de la diversification dans les mid-caps.

NM : : Comment expliquer les écarts de performances entre chaque concurrent au sein des mandats Europe et de la zone euro ?

Emmanuel Morano : À mon sens, il y a eu un véritable écart de performance en 2010 entre la zone euro et le marché européen. Certains secteurs ont été très pénalisés en zone euro par rapport à l'Europe. Les écarts de performance comprennent les banques, les télécoms, les utilities. Pour les indices sectoriels, entre la zone euro et l'Europe, la différence est très nette aussi. La diversification internationale joue plus sur le vieux Continent.

Cela étant dit, dans le cadre d'un mandat Euro, je crois que l'aptitude à aller chercher de l'alpha dans des segments mid-caps est l'élément qui intéresse le plus nos clients investisseurs institutionnels. Pour notre part, nous avons eu un profil de performance avec un retard dans le classement jusqu'à la fin de l'année. Mais nous avons une volatilité des performances nettement moindre que celle de l'indice et nettement moindre que tout l'échantillon.

Attention, la performance est importante, mais aussi la façon de construire celle-ci. À mon sens, le principal levier et la meilleure source d'explication et de transparence vis-à-vis de nos clients, c'est l'alpha. En capitalisant et en misant sur cet élément, on évite les paris "valeurs" ou "secteurs" par défaut, ce qui correspond à des paris soit de crainte, soit d'avidité qui sont les deux principaux risques pour des gérants actions.

NM : Qu'en pensent les investisseurs institutionnels ? Comment d'une façon générale interprétez-vous les performances et les ratios qui donnent, d'une certaine façon, la carte d'identité du fonds, de son comportement ?

Sylvie Terris (directeur des placements chez Aprionis) : Tout d'abord, nous parlons d'investissements longs ; nous ne sommes pas là pour six mois. Pour juger vraiment de la qualité d'un fonds, il faut trois ou cinq ans. Le "track record" est encore un peu court. Évidemment, il y a la performance, liée à la "tracking error". Une "tracking error" importante ne me gêne pas du tout si la performance est là, je dirais même que c'est ce que j'apprécie le plus ! Je préfère un gérant de conviction. Certes il n'aura pas raison tout le temps, mais l'essentiel est qu'il ait raison au moins deux fois sur trois.

Donc la performance est la première chose qu'on regarde. Le bêta est évolutif en fonction de la tenue des marchés. Les bêtas qu'on voit ici n'auraient pas été les mêmes en 2008. Ce n'est pas quelque chose sur lequel bâtir un choix sur le long terme. Je suis frappée par le fait que pour les fonds investis sur l'Europe, l'échantillon de tête se tient dans un mouchoir de poche alors que les performances sur les marchés zone euro sont un peu dispersées. J'ai tendance à penser qu'il est plus facile de faire de la surperformance parce qu'on a plus de choix à la fois en devise et à la fois en actions.

NM : On a un faible écart dans les deux cas, mais avec un regroupement beaucoup plus élevé dans le haut du tableau.

Sylvie Terris : 1 % sur 24 %, ce n'est pas grand-chose. On n'ira pas juger non plus sur cela. L'important, c'est l'historique. Mais six ou sept mois c'est peu ; il faut donner du temps. Ces chiffres sont intéressants même s'ils ont été réalisés dans un environnement un peu particulier. Mais on n'ira pas juger uniquement sur ces chiffres là.

Jean-Pierre Mottura (directeur général de la CAPSSA) : Ce qui est important, c'est que les choix découlent d'une multiplication de données importantes. Tout d'abord les performances. Je pars toujours du principe que si les petites phrases en bas des reportings sur les performances passées ne sont pas gage d'avenir, elles y participent grandement. Lorsqu'un gérant sur une période longue à un moment donné a connu des performances qui se tenaient et qui se sont tenues en tenant compte les fluctuations de marché, il n'y a pas de raison que cela change.

Il faut aussi se méfier des modes qui reviennent trop vite aujourd'hui. Les modes, c'est que tout le monde à un moment donné se précipite sur les mêmes créneaux, présente les mêmes produits. Il faut conjuguer sa différence. Par ailleurs, comme il vient d'être dit, on investit pour longtemps, même si on peut se demander avec la sensibilité et la volatilité des marchés s'il ne serait pas important de mieux réagir ; mais c'est une interrogation, nous sommes des institutionnels et non des traders. J'estime que nous achetons pas trop mal, mais je ne suis pas sûr que nous vendons au mieux.

NM: Selon l'analyse de Samuel Raoul, on peut avoir des gérants très actifs avec des taux de rotation très élevés et d'autres un peu plus passifs, mais bon an mal an tout cela finit par s'équilibrer.

Samuel Raoul : Il est vrai que l'investisseur institutionnel est souvent investi à long terme par rapport à un indice avec la difficulté à instaurer une sorte de timing. Nous avons constaté que c'était très lié à l'organisation des institutionnels. On n'a pas toujours la latitude pour pouvoir décider rapidement d'abaisser un peu l'allocation tactique actions par exemple. Quand il faut en référer au conseil ou autre, cela prend effectivement trois ou six mois et le trend est passé.

Jean-Pierre Mottura : Je suis dans cette situation, car on a tendance à se dire que c'est du long terme et à ne pas prendre ses gains. Lorsqu'on voit les niveaux de volatilité, on devrait le faire. Je ne fais pas assez cet effort. Je voudrais également insister sur un point. Chacun a un process interne qui est en place. Mais il faut se donner des garde-fous, plus que jamais, avec des process, des outils d'aide à la décision. J'ai un outil où j'ai 30 000 OPCVM à ma disposition. C'est extraordinaire. Mais il faut être très strict dans le choix des maisons. Je fais des black lists. On peut me «planter» une fois, mais pas deux, quelles que soient les raisons. Aujourd'hui, on ferme des produits, mais on ne se préoccupe pas de savoir si le client est en plus-value ou en moins-value et surtout s'il avait envie de sortir. En plus des critères réellement financiers, j'applique aussi des critères qui me paraissent de raison. Ils sont liés à la stratégie et aux relations qui doivent s'instaurer entre nous. Nous avons besoin de gérants qui ne soient pas comme le voisin. Nous avons besoin d'idées et d'une réelle relation de confiance, ce qui est d'ailleurs très souvent le cas.

NM : Mais dans les chiffres que vous voyez, y a-t-il des éléments qui vous permettent de penser que vous n'irez pas vers tel gérant parce qu'il a des taux de rotation trop élevés?

Jean-Pierre Mottura : J'ai une gestion assez quantitative avec pas mal de monétaire. J'estime que la période ne mérite pas encore que je change. J'analyse ce qu'il y a dans le portefeuille au moment où j'y rentre, j'étudie les performances sur la durée, mais mis à part la

réglementation extérieure, c'est de la gestion déléguée. Je vérifie la sécurité. Le fait de tourner n'est pas un critère pour moi s'il est clair au démarrage.

Sylvie Terris : Il ne faut pas qu'il le fasse tourner pour rien non plus.

Antoine Briant (CEO d'amLeague) : Ici, cela coûte 15 points de base, très nettement au-dessus du prix du marché.

Henry Chaffiotte (directeur de la CARMF) : Je réagis un peu comme **Sylvie Terris**. Les performances du 31 décembre 2010 au 10 février ne sont pas très significatives pour un investisseur long terme. Nous serions plutôt tentés de regarder les performances au moins sur un an. Regarder depuis le 30 juin commence à être un peu plus significatif. Sinon, les données sont intéressantes, les tableaux sont synthétiques et comportent pas mal d'indicateurs. Dernière remarque, je suis tenté de comparer les mandats Europe et Euro. On constate en regardant le haut et le bas du classement qu'il y a de bons gérants dans les deux cas. CCR est très bien placé, **Edmond de Rothschild** également. En bas c'est un peu différent, car tous les gérants ne sont pas sur les deux mandats. Évidemment on regarde les premiers, ce qui permet d'attirer le regard et l'analyse sur des gérants avec lesquels on ne travaille pas forcément. C'est l'intérêt aussi de l'exercice.

NM : Vous regardez avant tout la performance, mais il est tout de même intéressant de connaître le "parcours" du portefeuille, les risques pris par le gérant...

Henry Chaffiotte: Si vous regardez les écarts types sur les six mois d'observation environ, ils ne sont pas très importants. Certains sont moins volatils comme le mandat Europe, **Roche-Brune**, comme **Invesco**, qui par contre n'a pas une très bonne performance. Cela ne sert à rien d'avoir une très faible volatilité s'il n'y a pas la performance. Je préfère un gérant un peu plus agressif avec une bonne performance. La volatilité n'est pas un critère déterminant.

Samuel Raoul : Cela rejoint ce que vous avez dit. Ce ne sont pas des indicateurs qu'on va utiliser pour comparer les fonds les uns par rapport aux autres. Ce que nous regardons plus, c'est la segmentation des phases de marché, le comportement des gérants dans différentes phases de marché. Le problème de ces indicateurs, c'est qu'ils sont souvent assez volatils. Certains vont avoir des bêtas très élevés dans des marchés très haussiers. Si on avait regardé une autre période avec des marchés moins favorables, on aurait eu d'autres résultats. Nous allons donc plutôt nous attacher à segmenter des périodes de marché et à regarder le niveau d'activité, et les bêtas en illustration pour typer les gérants plus que pour les classer.

Antoine Briant: Dans le cadre de ces indicateurs avancés de risque, quel est celui qui semble le plus intéressant ?

Samuel Raoul : On va regarder la "tracking error", les "draw down". Ces indicateurs basés sur l'écart type vont lisser les à-coups qu'en général les investisseurs n'aiment pas beaucoup et qui peuvent être dus à des erreurs de gestion. Cela permet de se poser des questions et d'appeler le gérant pour savoir ce qui s'est passé à telle période, pourquoi ces draw down. Parfois on découvre des particularités de gestion qu'on ne verrait pas en ne regardant que la "tracking error" ou la volatilité.

NM : Par exemple, CCR AM a des "max draw down" qui sont assez élevés dans les trois catégories. Est-ce que l'on peut en tirer des conclusions ?

Samuel Raoul : On pouvait s'attendre à un gros draw down car CCR AM a une "tracking error" très élevée. C'est un gérant agressif. Ces indicateurs peuvent, par exemple isoler des paris sectoriels très forts. On le voit tout de suite et cela permet de se poser des questions.

Olivier Jézéquel (consultant bfinance) : On peut constater que CCR AM a le plus fort bêta – 1,07 sur l'Europe et la zone euro pour la période du 30 juin au 11 février -, mais cela témoigne aussi de son style de gestion. Il affiche aussi un "draw down" montrant la perte maximum la plus élevée ce qui est aussi cohérent. Après, il faut faire attention et voir si cela est significatif statistiquement.

Antoine Briant: Sur l'Europe et la zone euro, il s'agit de deux gérants différents.

Olivier Jézéquel : Chacun dans leur catégorie enregistre la perte maximale la plus élevée.

Henry Chaffiotte : Le max draw down est un indicateur pour la gestion actions. Auparavant, on l'utilisait surtout en gestion alternative. C'est bien de l'utiliser aussi en gestion actions.

Olivier Jézéquel : On ne le voit pas trop dans les reportings non plus.

Sylvie Terris : On le voyait sur la gestion alternative, mais pas sur la gestion actions.

NM : La performance est pour vous un élément moteur. Et la sécurité ? Le lissage de la performance dans le temps ?

Henry Chaffiotte : Nous avons notre allocation stratégique et tactique où on essaye de maîtriser un peu les risques. Mais on essaie d'avoir le maximum de performance sur un mandat de gestion actions.

NM : Dans le mandat flexible, la performance est comparable aux autres catégories.

Antoine Briant : Des gérants et des investisseurs étaient intéressés par cette stratégie flexible. Certains investisseurs aimeraient bien laisser la main aux gérants sur une partie de l'allocation, c'est-à-dire la possibilité de réduire la volatilité à 60 % de l'exposition au marché actions.

Henry Chaffiotte : En cas de baisse des marchés, cela peut être intéressant. Effectivement, on perd un peu de performance si les marchés sont bons, mais on évite les "draw down" importants quand les marchés sont baissiers.

Antoine Briant : Nous avons un peu tous les styles de gestion. **Emmanuel Morano** a une gestion prudente dans son mandat et a utilisé la possibilité de couverture. Le mois dernier, Catherine Garrigues d' **Allianz** a été très agressive et a utilisé quasiment la marge qui existe entre 100 et 110 %. Pour ce mandat, on a des indications en sept mois sur le comportement des gérants. Par exemple, pour **Guy Lermينياux**, au-delà de la performance que je lui souhaite durable, il est intéressant de voir la stabilité d'une très faible "tracking error" qui est surprenante. Cela corrobore ce que disait **Samuel Raoul**, il n'y a pas de corrélation entre prise de risque et performance accrue. Il sera intéressant sur les mandats flexibles de voir les résultats en période de baisse marquée.

NM : Je vous remercie.