

amLeague : le distinguo entre gestion value et growth a sa place dans les reportings

Jean-François Tardiveau

19/03/2013

L'opposition entre gestion value et gestion growth a-t-elle un sens ? S'agit-il d'un simple concept marketing ou, au contraire, l'information présente-t-elle une réelle utilité et mérite-t-elle de figurer dans les reportings délivrés aux investisseurs institutionnels ? La dix-huitième réunion amLeague-Newsmanagers qui s'est tenue la semaine dernière avait pour objectif d'apporter des éléments de réponse dans le cadre des mandats actions "full invested" sur la zone euro et Europe où s'affrontent une vingtaine de gérants. Présent lors de la manifestation, Pierre-Yves Gauthier, président de la société de recherche actions Alpha Value avec qui amLeague a passé un partenariat, est tout d'abord revenu sur la méthodologie de notation growth et value que sa maison a développée et qu'elle applique à plus de 400 actions de l'univers Europe dans sa base.

Dans le détail, pour établir la note value, AlphaValue tient compte de la rentabilité des fonds propres (return on equity), du rendement du dividende (dividend yield) et du potentiel de croissance du cours (upside) tandis que pour établir la note growth, la société retient, outre le return on equity, le cash flow opérationnel (operating cash flow), la valeur comptable (book value per share) et le bénéfice par actions (earnings per share). A partir de ces données réactualisées en permanence, amLeague calcule la note moyenne de chaque portefeuille au sein des mandats "full invested" en réalisant une simple moyenne pondérée en fonction de leur composition effective. Au final, ces portefeuilles se voient attribués deux notes allant chacune de 1 à 10. L'une pour juger leur profil value. L'autre leur profil growth.

Cela posé, en reprenant les filtres utilisés par AlphaValue, le cabinet de conseil en services financiers bfinance a présenté au cours de la réunion une analyse statique et dynamique des différents portefeuilles. D'où il ressort qu'une majorité de profils des portefeuilles affiche des notes leur procurant un profil "blend". Autrement dit, sans religion particulière... "Il arrive qu'un portefeuille puisse être estampillé à la fois value et growth", a expliqué Pierre-Yves Gauthier. "On parle de dichotomie entre growth et value, mais la première ne s'oppose pas systématiquement à la seconde dans la mesure où un portefeuille peut être l'un et l'autre ou ni l'un ni l'autre", a-t-il ajouté. Dans les faits, le profil "blend" au sein du mandat européen, concerne une quinzaine de portefeuilles sur vingt. Cependant, la photographie arrêtée au 11 mars 2013 par bfinance a tendance à montrer que les portefeuilles des gérants présentent des scores "growth" supérieurs au scores "value". Mais elle met également en évidence la présence – voulue ou non – de "puristes". Ainsi, au sein du mandat Europe par exemple, la société de gestion Delubac AM présente un portefeuille résolument "growth". La Française AM affiche elle aussi un net biais croissance, ce qui est surprenant dans la mesure où la société qualifie plutôt sa gestion de 'core'. Par ailleurs, l'étude montre que Federal Finance, qui définit sa gestion comme Growth at Reasonable Price (GARP), affiche en réalité un portefeuille assez value mais surtout très peu growth...

Dans un autre genre, bfinance a également souligné dans son étude que ceux qui s'affichent clairement adeptes de la gestion "value" agissent en conformité. Notamment Bestinver ou Mandarine Gestion ou encore CCR AM qui a "bridé" son process value l'an dernier.

Dans une seconde partie, bfinance a réalisé une analyse dynamique sur l'Europe et la zone euro permettant, cette fois, de suivre l'évolution des scores value et growth des portefeuilles entre juin 2012 et mars 2013. Premier constat : la hausse des marchés est à l'origine d'un mouvement des portefeuilles value. Ce qui est logique. "Tant sur les dividendes que sur le potentiel de rebond du titre, la hausse des marchés a une incidence plus grande sur les critères value que sur les critères growth ", confirme-t-on chez amLeague. Ensuite, chaque portefeuille évolue selon la gestion du gérant. Plusieurs "pilotes" ont ainsi réagi contre la baisse naturelle de leur intensité value résultant de la hausse du marché. A l'image de CCR AM qui, malgré les contraintes de gestion imposées sur son portefeuille, a pu reprendre en fin d'année du "budget" value (voir document joint). Quant au portefeuille de Delubac AM, il est resté résolument "growth" sur la période considérée.

On notera que, parmi les différentes sociétés de gestion sous observation, les "quants" adoptent une position particulière. En effet, compte tenu de la nature de leur gestion,

Ossiam, Tobam, Vivienne, Swiss Life AM ou Theam ne sont pas concernés par les critères growth/value. De fait, ils figurent dans la partie "core" de l'ensemble, à l'exception toutefois de Theam dont le process est fondé sur des critères de perspectives de croissance. "Les gérants 'quants' constatent ex-post si leurs portefeuilles sont 'growth' ou 'value'", indique Pierre-Yves Gauthier. D'une façon générale, selon les processus de gestion, cette nature peut correspondre à une décision ex-ante ou à un constat ex-post. "A titre d'exemple", ajoute le responsable d'Alpha Value, "aux Etats-Unis, le marché de la gestion actions est structuré prioritairement sur cette dichotomie."

Reste à savoir l'intérêt suscité par une telle information, notamment auprès des investisseurs. Sur ce point, Bruno Fine, qui a fondé Roche-Brune AM et qui participait à la réunion, a reconnu que peu d'institutionnels utilisent le critère growth ou value en vue de sélectionner leurs gérants. "En revanche", a-t-il relevé, "le critère est étudié par les multi-managers pour qui il s'agit d'un élément très intéressant dans leur process de sélection des gérants." En d'autres termes, pour le responsable, qu'elle soit voulue ex-ante ou constatée ex-post, l'information devrait avoir systématiquement sa place dans les reportings standardisés actions.

Une dernière partie de l'étude de bfinance a d'ailleurs enfoncé le clou en présentant le profil de performance des gérants entre juin 2012 et février 2013 en distinguant les mois de résultats négatifs et les mois de résultats positifs de l'indice de référence du marché considéré. Le consultant a retenu l'indice Stoxx 50 pour ceux concourant dans le mandat euro et le Stoxx 600 pour ceux évoluant au sein du mandat Europe. Sur la zone euro, les gérants avec un score value supérieur au score growth ont affiché lors des mois positifs une performance supérieure à celle des gérants dont le score growth de leur portefeuille était supérieur au score value. En revanche, ces derniers ont mieux résisté lors des périodes de baisse.

De façon concrète, Roche-Brune AM a été le meilleur sur la période dans le mandat euro tandis que sur l'Europe, la photographie est moins nette. Trois sociétés, Dexia AM et Bestinver et Mandarine Gestion, étant bien placées sans que l'une d'entre elles prenne le pas sur les autres.