

## GESTION D'ACTIFS

# Quelle gestion tout terrain privilégiée ?

Face aux nombreuses incertitudes économiques et politiques du moment, de plus en plus d'investisseurs se demandent s'il n'est pas pertinent de se positionner sur des fonds se targuant de générer de la performance dans différentes configurations de marché. Reste à savoir si la promesse vendue par ce type de produits se vérifie dans les faits.

Romain Féraud

## Une gamme de fonds « tout terrain »

Les investisseurs désireux de voir progresser leur capital investi, tout en limitant les risques, ont aujourd'hui l'embarras du choix devant le nombre de produits mettant en avant une telle promesse. En effet, il existe de nombreux fonds d'investissement proposant en quelque sorte une gestion « tout terrain » censée s'adapter aux différents cycles des marchés financiers. Pour ce faire, on peut avoir recours à des fonds flexibles ou encore des fonds à performance absolue, aussi appelés *hedge funds*, bien que ces derniers soient davantage réservés à une clientèle sophistiquée, généralement adeptes des services de banque privée voire de gestion de fortune, compte tenu de tickets d'entrée assez conséquents. En revanche, les produits appartenant à la catégorie dite flexible ou patrimoniale sont plus facilement accessibles. Pour quelques centaines d'euros, il est possible d'en détenir une part via un simple compte-titres ou à travers les unités de compte d'un contrat d'assurance vie.

### La solution des flexibles

Ces fonds, positionnés généralement sur les deux principales classes d'actifs utilisées par les investisseurs, à savoir les actions d'un côté et les obligations de l'autre permettent à leurs gérants de pouvoir jongler avec le poids de chacune d'entre elles en fonction de leurs anticipations. Ainsi, grâce à ce mécanisme, « l'objectif annoncé est de proposer une allocation variable dans le temps, s'adaptant plus facilement aux conditions de marché, afin de pouvoir bénéficier de la hausse des marchés, tout en atténuant l'impact de leurs baisses via des stratégies de couverture (sur les actions et/ou pour réduire la sensibilité



taux) ou en maintenant un volant de liquidité élevée », comme le rappelle Laurent Gaetani, directeur général de Degroof Petercam. En clair, le processus de gestion consiste à déplacer le curseur du risque porté par le marché actions en fonction de l'environnement boursier. Idéalement, leur poids dans le portefeuille se doit d'être maximum lors des périodes de hausse de la Bourse et au contraire minimum pendant les périodes de correction. Ainsi, Louis Bert, directeur général délégué de Dorval Asset Management, en charge des gestions nous rappelle que le fonds flexible Dorval Convictions avait quasiment réduit à néant ses positions actions au moment de la faillite de la banque Lehman Brothers en septembre 2008 ou encore pendant la crise européenne de l'été 2011. Bien évidemment, la marge de manœuvre du gérant, et notamment, son appétence au risque, est fixée dans son mandat de gestion. Par exemple, les fonds flexibles dits dynamiques peuvent être théoriquement investis jusqu'à 100 %

sur les actions, alors que ceux qualifiés de prudents, ne dépassent généralement pas le niveau de 50 %. Il n'en reste pas moins qu'il ne s'agit pas de battre sur la durée la performance d'un indice actions, mais plutôt d'améliorer son couple rendement/risque, en réduisant grandement le dénominateur de ce ratio, à travers une moindre volatilité du portefeuille. En effet, « il s'agit de fonds capables avant tout de traverser les crises boursières », ajoute Louis Bert.

### La gestion alternative

Cet objectif avoué se retrouve également chez les gérants de fonds alternatifs. En effet, « ces produits prônent à leurs clients une gestion des risques qui se veut rigoureuse, tout en affichant un objectif de performance absolue quelle que soit la direction des marchés financiers », rappelle Eric Wohleber, responsable des ventes chez Amundi d'actifs réels et alternatifs. Pour ce faire, à la différence des fonds d'investissement classiques, ils peuvent non seulement procéder à des ventes à décou-

## Qu'est-ce qu'un fonds long/short equity ?

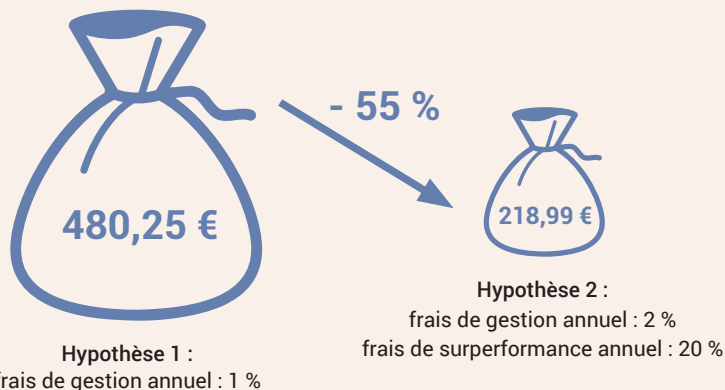
Comme son nom l'indique, cette stratégie combine au même moment dans son portefeuille des positions acheteuses (*long*) et des positions vendeuses (*short*), c'est-à-dire des ventes à découvert. Généralement appliquée sur le marché des actions, cette technique de gestion permet de générer une performance absolue tout en réduisant le risque.

En effet, en théorie, une Bourse orientée à la hausse ou à la baisse, n'a pas d'impact sur la performance, si le gérant détient au même moment dans son portefeuille des titres surperformant ceux qu'il a vendus à découvert. Concrètement, c'est par cet écart de performance que le gérant parvient à créer de la valeur. Comme on l'aura compris, la qualité de sélection de titres de la part du gestionnaire est donc primordiale pour afficher de bons résultats sur la durée. Il est donc conseillé de se tourner vers des professionnels expérimentés, doté d'un solide *track record* en la matière.

vert – pour gagner de l'argent pendant des périodes de correction boursière – mais aussi avoir recours à l'effet de levier – généralement via l'utilisation de produits dérivés – pour booster leur rendement. Il est clair que l'appellation *hedge fund* est un peu fourre-tout dans l'esprit des non-initiés à ce type de gestion de portefeuille. Cependant, dans la réalité, derrière cette appellation se cache plus d'une dizaine de stratégies différentes mettant en œuvre des philosophies de gestion bien spécifiques. Il n'en reste pas moins que l'on peut classer toutes ces stratégies en deux grandes familles. On distingue d'un côté les stratégies dites directionnelles – pour lesquelles les gérants cherchent à tirer profit des tendances de marché, à la hausse comme

à la baisse sur différentes classes d'actifs, à l'image des fonds Global Macro – et de l'autre les stratégies dites d'arbitrage combinant au même moment dans leur portefeuille des positions à l'achat et la vente sur des titres différents, utilisées par exemple par des produits *long/short equity* positionnés sur les marchés actions dont les lancements se sont multipliés ces derniers temps en France (cf. ci-dessus). Dans les deux cas, « *il s'agit d'échapper aux soubresauts du marché en ayant potentiellement la possibilité de délivrer une performance régulière et positive quel que soit l'environnement boursier* », indique Eric Wohleber. En effet, dans l'hypothèse d'une remontée des taux d'intérêt par exemple, un gérant Global Macro pourra vendre >>>

### Attention aux frais sur la durée qui impactent la plus value finale



Hypothèse : placement de 1 000 € sur 10 ans ayant une performance brute annualisée de 5 %

Source : Gestion de Fortune



## 3 questions à...

Jean-Paul Raymond

Directeur du développement de Quantalys

### Comment expliquer la performance décevante des fonds flexibles et à performance absolue ?

Depuis fin 2014, les marchés financiers ont été plus volatils et donc plus difficiles à lire pour les gérants, ce qui explique la difficulté de ce type de gestion à créer de la valeur dans cet environnement plus compliqué. Cette période a été très instructive pour les investisseurs dans le sens où elle leur a permis de distinguer plus facilement les bons des mauvais gérants.

### Pourquoi certains fonds s'en sortent mieux que d'autres ?

Il est clair que l'environnement actuel favorise davantage les gestionnaires capables de mettre en œuvre un processus de gestion en mesure de traverser différentes configurations de marché. N'oublions pas que, contrairement à des fonds « classiques », les investisseurs leur accordent une confiance à la fois sur leur allocation tactique mais aussi sur leur méthode de sélection de titres en portefeuille.

### Certains fonds flexibles pourraient-ils souffrir en cas de hausse des taux obligataires ?

Un tel environnement ne devrait pas impacter les performances des gérants flexibles ayant une bonne lecture du marché. Toutefois, certains fonds patrimoniaux dit « prudents », c'est-à-dire à dominante obligataire, pourraient en revanche souffrir si les taux obligataires venaient à se tendre.

» des obligations à découvert et tirer ainsi profit de ce mouvement de correction, là où le gestionnaire d'un fonds obligataire classique ne pourra que constater l'effritement progressif de la valorisation de son portefeuille. De la même manière, en cas de krach boursier, un gérant de *long/short equity* est en mesure d'être immunisé contre un tel événement voire d'en tirer profit : pour cela, il lui suffit de détenir des positions de vente à découvert affichant des gains supérieurs aux pertes subies sur ses positions à l'achat.



## Il convient d'éviter les erreurs de castings

### Des performances mitigées

Quoi qu'il en soit, si en théorie, l'investisseur semble protégé contre les aléas de marché avec ce type de véhicules d'investissement, la réalité est parfois bien différente, tant pour les hedge funds que pour les hedge funds. En effet, même si certains acteurs réussissent à tenir la promesse vendue à leurs clients, dans les faits, peu y arrive de manière régulière et récurrente, comme nous l'explique Jean-Paul Raymond, directeur du développement de la société Quantalys (lire page précédente).

Ainsi, en ce qui concerne le monde de la gestion alternative, il ressort que le rendement annualisé des hedge funds – aussi bien sur trois et cinq ans, est nettement inférieur à celui d'un investissement sur l'indice boursier américain S&P 500 par exemple. Certes, il est vrai que le risque affiché par ces produits est bien moindre, avec une volatilité annualisée de 6,93 % contre 14,67 % pour l'indice sur les 20 dernières années.

Cependant, il n'en reste pas moins que bon nombre d'investisseurs sont récemment restés sur leur faim, d'autant plus qu'ils sont été amenés à payer des commissions de gestion bien plus élevées que la moyenne pour ce type de produits. En effet, en sus des « classiques » frais de gestion annuels, la plupart des fonds alternatifs, mais aussi bon nombre de fonds flexibles prélèvent ce que l'on appelle une commission de surperformance. Certes, elle n'est facturée au client que si le gérant

## Les lancements de fonds long/short equity se multiplient

Faut-il y voir une preuve d'un retour de l'engouement des investisseurs pour les fonds à performance absolue et en particulier pour les produits *long/short equity* ? Quoi qu'il en soit, les lancements de fonds alternatifs, proposant cette stratégie d'investissement se sont multipliés ces derniers temps en France. Après Lyxor Asset Management, la filiale de la Société Générale, qui vient d'annoncer le lancement d'un *long/short equity*, au format UCITS, spécialisé sur les actions américaines, H2O Asset Management, a de son côté également élargi sa gamme, en utilisant là encore le même type de stratégie, à travers un fonds nouvellement créée à cet effet : H2O Fidelio. Dans la même logique, DNCA a annoncé la commercialisation de DNCA Invest Venasco, un fonds actions à performance absolue, éligible au PEA et visant à surperformer un indicateur de référence, composé à 50 % de l'indice Eurostoxx 50 Net Return et à 50 % du taux Eonia, avec un objectif de volatilité moyenne de l'ordre de 10 %.

### Zoom sur les tops et les flops de la gestion flexible en 2016

Nom du fonds	Code ISIN	Performance annualisée (%)	Volatilité annualisée (%)	Couple rendement/risque
R VALOR C	FR0011253624	19,86	18,61	1,07
FIRST EAGLE AMUNDI INTERNATIONAL AE (C)	LU0565135745	12,02	12,29	0,98
SEXTANT GRAND LARGE A (C)	FR0010286013	11,14	5,19	2,15
ROUVIER VALEURS C	LU1100076550	10,57	15,68	0,67
FRANKLIN GLB FUNDMTL STRAT A (C) EUR	LU0316494805	10,37	16,02	0,65
H2O MULTISTRATEGIES R C EUR	FR0010923383	10,27	42,81	0,24
GLOBALALLOCATION-STRATEGIESPLUS (S)	AT0000A090H8	10,19	7,14	1,43
CARMIGNAC PF EM PATRIMOINE A EUR ACC	LU0592698954	9,73	9,97	0,98
INVESCO BALANCED-RISK ALLOCATION FUND E	LU0432616901	9,23	8,10	1,14
GINJER ACTIFS 360 A	FR0011153014	8,93	20,10	0,44
M&G DYNAMIC ALLOCATION FUND EURA (C)	GB00B56H1S45	8,75	11,12	0,79
<b>TALENCE OPTIMAL</b>	<b>FR0010909754</b>	<b>7,25</b>	<b>13,77</b>	<b>0,53</b>
AMPLEGEST PROACTIF AC	FR0010532119	-1,46	10,27	-0,14
AMUNDI PATRIMOINE (C)	FR0011199371	-1,92	6,42	-0,30
BBM V-FLEX AC	FR0000286072	-2,03	9,69	-0,21
DIAMANT BLEU LFP P	FR0010606178	-2,42	6,40	-0,38
EDR FD EUROPE FLEXIBLE A EUR	LU1160352602	-3,43	12,30	-0,28
HARMONIS REACTIF	FR0010191197	-3,63	9,59	-0,38
ETHNA-AKTIV T	LU0431139764	-4,70	4,44	-1,06
LA FRANCAISE PATRIMOINE FLEXIBLE R	FR0000973968	-5,26	8,70	-0,60
JPM GBL MACRO OPPS A EUR CAP	LU0095938881	-5,46	6,25	-0,87
EXCLUSIF 21 C CAP	LU1373287983	-6,14	6,78	-0,91
A7 PICKING (C)	LU0203033955	-7,04	16,73	-0,42
OFI KAPPASTOCKS R (C)	FR0010411868	-12,49	11,65	-1,07

Source : Quantalys - Observatoire gestion flexible / Gestion de Fortune.

est parvenu à faire mieux que son indice de référence au cours de l'année écoulée. Toutefois, en général, elle se situe à un niveau compris entre 10 et 20 % du gain additionnel réalisé par rapport au benchmark et vient donc minorer d'autant la performance nette finale revenant au client.

Du coup, avant d'investir sur des fonds tout terrain, il est recommandé de prendre connaissance de son montant mais aussi de sa méthode de calcul, en vérifiant notamment qu'elle comporte une clause de *high water mark*, consistant à faire en sorte que la commission de surperformance soit prélevée uniquement si le fonds finit l'année sur un plus haut historique, sous peine de rendre la facture finale particulièrement salée.

### Comment faire son choix

Au-delà de l'analyse du processus de gestion, il est donc clair que l'analyse des frais supportés par les porteurs de parts de ces fonds fait partie intégrante du processus de due diligence, compte tenu de son impact sur la performance sur la durée (cf. graphique p.61). Pour ce faire, il est toujours possible de s'appuyer sur des analyses réalisées par certaines sociétés d'informations financières, à l'image de celles produites régulièrement par Morningstar ou encore Quantalys. En effet, le choix d'un gérant tout terrain reste particulièrement délicat, tant l'univers de ce style de gestion est vaste et les approches d'investissement variées.

Pour éviter les mauvaises surprises, il convient donc d'éviter à tout prix les erreurs de « casting » car les écarts de performance entre les gestionnaires peuvent être significatifs, comme le montre par exemple l'Observatoire 2016 de la gestion flexible produit par Quantalys (cf. page précédente). Ainsi, l'an dernier, certains gestionnaires ont affiché un rendement positif à deux chiffres tandis que dans le même temps, d'autres s'inscrivaient dans le rouge. Et le même constat s'impose dans le monde des hedge funds. Pour cela, il suffit simplement de jeter un coup d'œil aux performances des produits commercialisés en France sous cette étiquette sur un site comme Morningstar par exemple. Autant dire qu'une sélection rigoureuse s'impose avant de porter son choix sur un fonds tout terrain, que ce soit un fonds flexible ou bien un fonds à performance absolue. ■



## Performance absolue : comment dissocier le bon grain de l'ivraie ?

Olivier Rudez

Gérant du fonds Parvest Cross Asset Absolute Return chez THEAM

En mars 2016, une étude FitchRatings montrait que seuls 11 % des fonds de performance absolue avaient généré une performance positive au cours des 12 derniers mois, cette situation pouvant s'expliquer par le beta caché ou structurel de nombreux fonds fortement corrélés avec les actifs risqués. Or, un véritable fonds de performance absolue, selon nous, doit chercher une décorrélation maximale avec l'évolution des grandes classes d'actifs, de manière à générer des rendements positifs aussi bien dans des marchés haussiers que baissiers.

Au-delà d'une classique diversification par classe d'actifs (taux, actions, devises, matières premières) un fonds de performance absolue peut également rechercher de la diversification de style, au travers de différents moteurs de performance autonomes.

La nécessaire diversification peut être obtenue par l'utilisation de plusieurs moteurs de performance indépendants qui ont chacun des

### « Un fonds à performance absolue doit chercher une décorrélation maximale »

processus d'investissement ou des styles différents : du court terme au plus long terme, du fondamental au plus technique, du discrétionnaire au plus systématique. Ainsi, il peut être judicieux de combiner des approches différentes pour une même stratégie, par

exemple Global Macro : l'une discrétionnaire, fondée sur les vues du gérant et l'autre purement quantitative fondée sur des signaux relatifs au positionnement des classes d'actifs dans le cycle économique.

S'agissant de la gestion du risque, qui est fondamentale en gestion de performance absolue, elle devrait s'effectuer en allouant des budgets de risque à chacune des stratégies sous-jacentes plutôt que de se limiter à une allocation plus classique en pourcentage de classe d'actifs.

Cette notion de maîtrise du risque est centrale.

Dans un fonds de performance absolue, on cherche donc bien entendu à optimiser le classique ratio de Sharpe (performance/volatilité), mais aussi un autre indicateur qui peut être encore plus significatif, le ratio de Calmar (performance/maximum *drawdown*). Ce dernier ratio tient compte de la perte maximale (maximum *drawdown*) qu'aurait subie un investisseur s'il avait acheté le fonds au plus haut et l'avait revendu au plus bas sur une période donnée. A ce titre, il s'agit d'un indicateur précieux pour juger de la qualité d'une stratégie de performance absolue.