

Sélection de gérants & Stratégie d'investissement

5. La typologie des fonds

Cours du Vendredi 2 décembre 2008

Jean-Christophe COTTA

Allocation & Sélection

La typologie des OPCVM dépend avant tout de leur classe d'actifs

- **Monétaire**
- **Obligataire**
- **Actions**
- **Alternatifs**
- **Diversifiés**

Mais on peut aller bien au-delà de cette première approche : autres éléments caractéristiques

- L'univers d'investissement :
 - géographique (toutes classes d'actifs)
 - par signature (obligataire)
 - Par type de capitalisation(actions)
 - Par la capacité à mixer les approches ci-dessus (diversifiés)
 - L'utilisation de stratégies alternatives
- L'indice de référence : utilisé comme univers d'investissement (gestion benchmarkée) ou simplement comme indicateur de performance (gestion active)
- Le niveau de risque, selon diverses mesures :
 - en relatif : par rapport à son indice de référence
 - en absolu : mesurer les gains / pertes réels, ou l'espérance de ces gains / pertes réels
 - Par rapport aux fonds comparables

Chaque catégorie peut ainsi se dédoubler en plusieurs sous-classes de fonds au profil très différenciés

- **Monétaire**
 - Monétaire régulier EUR, devises
 - Monétaire dynamique
- **Obligataire**
 - Obligataire gouvernement / crédit / haut rendement
 - Obligataire zone euro ou international
 - Gestion active / indicielle
- **Actions**
 - Actions zones géographiques
 - Actions sectorielles
 - Actions indicielles
 - Gestion active : value, croissance, blend, opportunistes, quantitatives, ...
- **Alternatifs**
 - Gestion alternative directe : 11 stratégies différenciées
 - Fonds de fonds alternatifs : monostratégie, multistratégies
- **Diversifiés** → L'association des quatre classes d'actifs ci-dessus selon toutes les combinaisons possibles, y compris les oblig. convertibles

Ces typologies correspondent à des mesures quantitatives,

- Ce sont les outils mis au point par la recherche financière des années 1970 – 80 :
- Volatilité
 - Elle mesure la dispersion des performances sur un historique de temps défini (en général 52 semaines)
 - Elle mesure de façon rapide (mais incomplète) le caractère régulier / heurté ou défensif / offensif d'un OPCVM
- Tracking error
 - Elle mesure la volatilité de l'écart de performance entre un OPCVM et son indice de référence
 - Elle indique souvent le degré de gestion passive (TE entre 0.5 et 4), active (TE entre 4 et 8) ou très opportuniste (TE > 8) de la gestion d'un fonds

- Beta : il mesure la variation de la performance d'un OPCVM en fonction de celle de son indice de référence
 - Entre 0.9 et 1.1 : gestion indicielle / benchmarkée
 - Entre 0.5 et 0.9 : caractérise en général une gestion active défensive
 - Au dessus de 1.1 : caractérise en général une gestion active offensive
 - Le coefficient beta est souvent assez corrélé à la volatilité
- Il existe de nombreux autres ratios
 - Kurtosis, Skewness, coefficient de Hurst, ...
 - qui chacun tente de mesurer les caractéristiques des performances d'un fonds : régularité, concentration sur quelques périodes favorables, corrélation avec des facteurs de risques identifiés ou non (analyse APT)...
- Attention : ces calculs ne font que « raconter » le passé
 - Les résultats obtenus ne sont pas stables
 - Il doivent être complétés par une analyse qualitative du fonds et de son équipe de gestion pour comprendre le fonctionnement de celui-ci et son potentiel de performance à venir; c'est le rôle des gérants de multigestion et des analystes sur OPCVM

A. Les fonds actions

Rappels sur les principales caractéristiques d'une action

- Son bénéfice par actions (BPA) : niveau, stabilité / visibilité à moyen terme,
- Sa valorisation :
 - Price earning ratio : rapport entre le cours d'un titre et son bénéfice par action
 - Price to book : rapport entre le cours et la valeur comptable réévaluée
 - EV/ Ebitda
- Son risque : risque de baisse (perte pour l'investisseur), risque de variation des cours, comportement dans les hausses et baisses de marchés,.....

Rappels sur les principales caractéristiques d'une action

- Le prix d'une action varie en fonction :
 - De la valorisation de ses actifs (approche « value »)
 - De ses bénéfices futurs : croissance attendue et visibilité (confiance) sur cette croissance (approche « croissance »)
 - Des taux d'intérêt LT
 - De la politique du dividende
 - Du risque perçu sur la société et son action
 - Du « sentiment » des investisseurs et de la liquidité du titre

Classement des OPCVM actions par thèmes

- Fonds pays / zone : France, Allemagne,, USA, Japon, Singapour, Zone euro, Europe, Asie hors Japon, Pacifique...
- Fonds par type de capitalisation :
 - Large Caps (capitalisation des valeurs > 5 mds EUR, Mids caps (1 – 5 mds EUR), small caps (< 1 md EUR)
 - Principalement sur l'Europe les USA et el Japon
- Fonds sectoriels : santé, énergie, technologie, ...en général globaux (univers sectoriel de l'indice MSCI World Index) ou européens

Classement par style de gestion

- Indiciels : répliquent le benchmark du fonds, de façon totalement passive (tracking error (TE) entre 0.5 et 1.5%), ou avec un peu de gestion active (gestion indicielle « tiltée », TE = 2% environ)
- Blend : gestion autour d'un indice de référence avec peu de paris sectoriels ou de valeurs (+/- 1 à 5% / indice de référence)
- Value : gestion active concentrée sur des valeurs faiblement valorisées (selon les critères du gérant); TE > 6-7% en général
- Croissance / Growth : gestion active concentrée sur des valeurs offrant une croissance de leurs bénéfices par actions (BPA) supérieures au marché (selon les critères du gérant); TE > 6-7% en général
- Opportunistes : gestion propre à quelques gérants qui recherchent les « meilleures » opportunités d'investissement, sans coller à un style value ou croissance

Des combinaisons multiples

- Les approches thèmes / styles de gestion peuvent se combiner pour donner des OPCVM aux caractéristiques très différentes sur des univers d'investissement comparables
- Sur les 390 OPCVM « actions Europe » disponibles en France, l'investisseur dispose ainsi :
 - De 50 fonds indiciels
 - De 120 fonds value
 - De 60 fonds growth
 - De 100 fonds small caps, dont ...fonds small caps value et fonds small caps growth

La gestion value : le prix avant tout

- Les actions « value » se caractérisent par une faible valorisation
 - exprimée en terme de Price to book (P/BV), PER, EV/EBITDA
 - mesurée par rapport au marché, à l'historique boursier du titre, aux actions comparables,...
- Leurs caractéristiques sont :
 - Une certaine forme de sécurité financière : l'investisseur value s'intéresse aux valeurs délaissées par le marché, décotées, mais représentatives d'une entreprise de bonne qualité (rentabilité élevée, lisibilité, visibilité, ...ces actions offrent une forte marge de sécurité entre leur valeur boursière (décotée) et la valeur intrinsèque (actif net réévalué) qui ressort de l'analyse financière (**bilan** et **business model**).
 - La présence d'un « catalyseur » qui permettra au marché de réaliser la sous-évaluation du titre et déclencher sa réappréciation progressive vers le cours estimé. Un rendement élevé (> marché) du dividende est souvent recherché.

La gestion value : le prix avant tout

- L'investisseur value s'attache au présent, au réel, et accorde une faible importance aux prévisions de chiffres d'affaires et de bénéfices, qu'il juge peu fiables et souvent surestimées : de ce fait il considère qu'il ne peut pas les intégrer dans la recherche d'un juste prix d'une société.
- Deux risques à cette approche :
 - Se tromper dans les valorisations des actifs pour parvenir à un cours cible erroné, donc surestimé (rare car en pratique les investisseurs value ont une bonne perception du juste prix des actifs et des titres)
 - Tomber sur une « value trap », c'est-à-dire des titres qui sont peu chers mais qui le méritent : le catalyseur attendu n'arrive pas; le marché ignore, à tort ou à raison la décote constatée, ...

Quelques critères quantitatifs des actions « Value » (Exane BNPP)

Détail des critères de sélection

	VALORISATION	SOLVABILITE	STABILITE
SOCIETES NON FINANCIERES	<p>P/E 2007e < P/E 2007e du DJ Stoxx (soit 12x)</p> <p>P/ANPA 2007e < 2,5x</p> <p>VE/CE/ROCE/WACC moyen 2004-2007e < 1,5x</p> <p>P/CF 2007e < P/CF moyen de notre univers (soit 10x)</p>	<p>Dette nette / EBITDA 2007e < 2x</p> <p>Couverture des frais financiers 2007e > 5x</p> <p>Dette nette / Capitalisation boursière 2007e < 20 %</p>	<p>Pas de pertes sur les 15 dernières années* (résultat net avant svi corrigé des éléments exceptionnels)</p> <p>Versement ininterrompu d'un dividende sur les 15 dernières années*</p>
FINANCIERES	<p>P/E 2007e < P/E 2007e du DJ Stoxx</p> <p>P/ANPA 2007e < 2x</p> <p>Rendement net du dividende 2006e > Bund ou au Gilt (sociétés anglaises)</p>	<p>Un rating LT S&P \geq A-</p>	<p>Pas de pertes sur les 15 dernières années*</p> <p>Versement ininterrompu d'un dividende sur les 15 dernières années*</p>

* ou sur le plus long historique disponible

Source : Exane BNPP

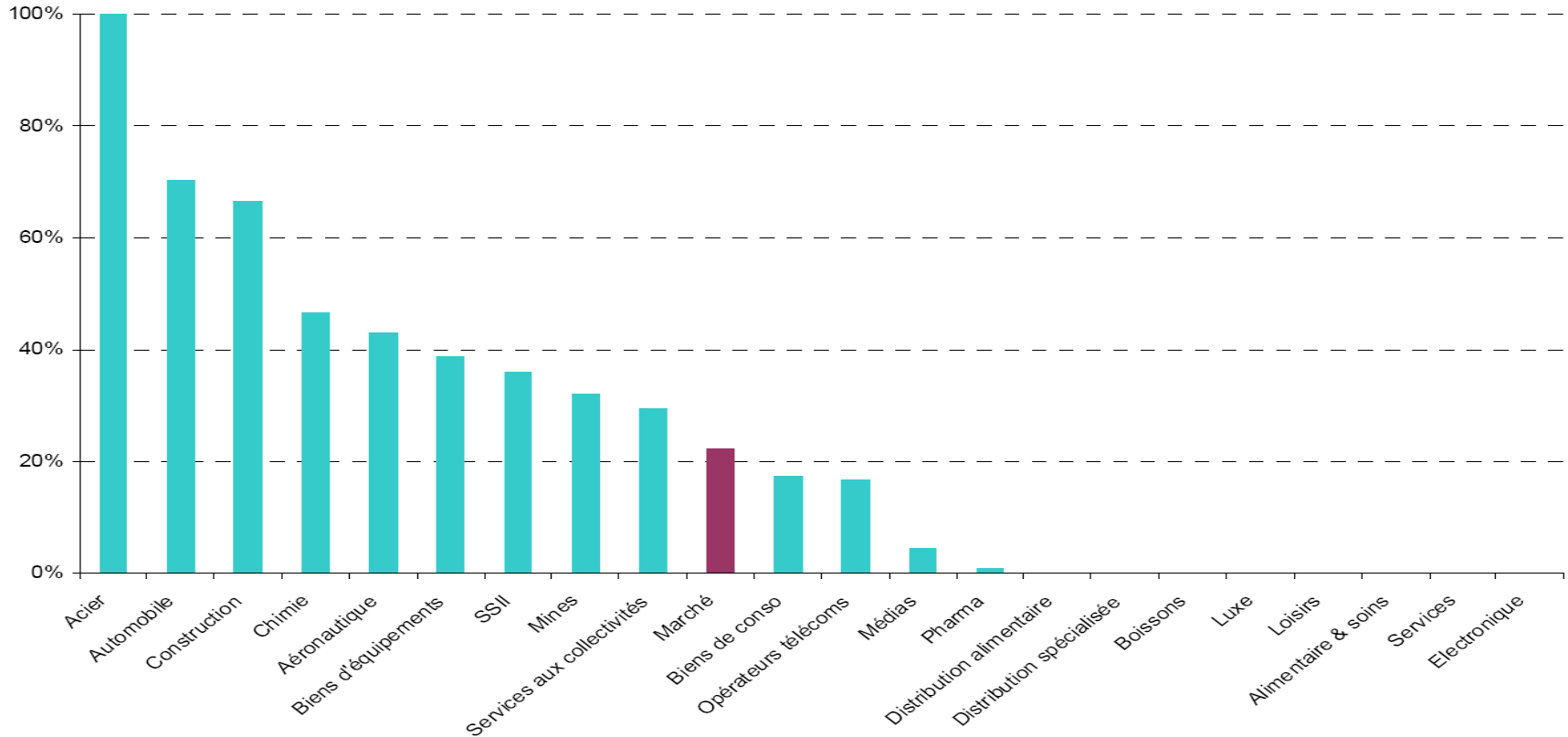
Il en ressort que les titres value ont en général un comportement de marché défensif, caractérisé par un $\beta < 1$ et une volatilité plus basse que celle du marché

Positionnement sectoriel des titres value

- Les valeurs value se retrouvent souvent dans les secteurs à faible croissance organique et/ou présentant une forte cyclicité des résultats :
 - des valeurs industrielles et de consommation cycliques
 - Des télécoms (opérateurs historiques)
 - des valeurs financières
 - des produits de base, des sociétés perçues comme cycliques
- Ces valeurs présentent des ratios de valorisation inférieurs de 10 à 30% aux moyennes des marchés sur les principaux indicateurs de valorisation : P/E, P/BV, EV/Ebitda
- Les fonds value sont souvent surpondérés sur ces secteurs

Positionnement sectoriel des titres value

« Value » par secteur*



* Pourcentage de la capitalisation boursière du secteur répondant à au moins sept des neuf critères d'investissement "Value"

Source : Exane BNPP

La gestion « croissance » : la progression des bénéfices avant tout

- Une valeur de croissance se caractérise par une croissance du chiffre d'affaires et des bénéfices par action supérieurs à la moyenne du marché
- L'investisseur recherche donc une valorisation de son investissement à travers la progression des bénéfices (formule de Gordon Shapiro : $P = \text{dividende} / (t-g)$)
et non la recherche d'une décote sur actifs
- Son analyse va porter sur le secteur d'activité de la société, la compréhension de son business model, son positionnement concurrentiel, sa capacité à financer sa croissance attendue, pour déceler une progression significative de son CA, de ses marges et de ses bénéfices.
- Contrairement à l'investisseur value, l'investisseur en valeurs de croissance est projeté dans le futur, et c'est l'analyse de la série des **bénéfices prévisionnels** qui déclenche l'acte d'investissement.

La gestion « croissance » : la progression des bénéfices avant tout

- L'enjeu pour l'investisseur se situe à deux niveaux :
 - Évaluer correctement les perspectives de croissance bénéficiaires sur les années $n+1$, $n+2$, ... mais surtout à moyen terme (5 ans environ), car c'est cette prévision qui permettra d'attribuer (éventuellement) un PER élevé au titre; c'est sur ce point que se situe le risque de déception
 - Ne pas surpayer cette croissance bénéficiaire. Un prix trop élevé limite le potentiel de hausse et génère un risque de correction important sur toute nouvelle conduisant à revoir à la baisse la série des bénéfices attendus, se traduisant par une forte chute de la valorisation.

Quelques critères des actions « Croissance »

$P/E_{2007e} > 15x$ (i.e. le P/E_{2007e} du DJ Stoxx 600 + 1 écart-type historique) pour les valeurs de croissance

OU $P/E_{2007e} < 15x$ pour les GARP

Payout moyen 2003–2007e $< 40\%$

Croissance du CA 2006e et 2007e $> 5\%$

$30\% > TMVA_{EBIT} 2004–2007e > 10\%$

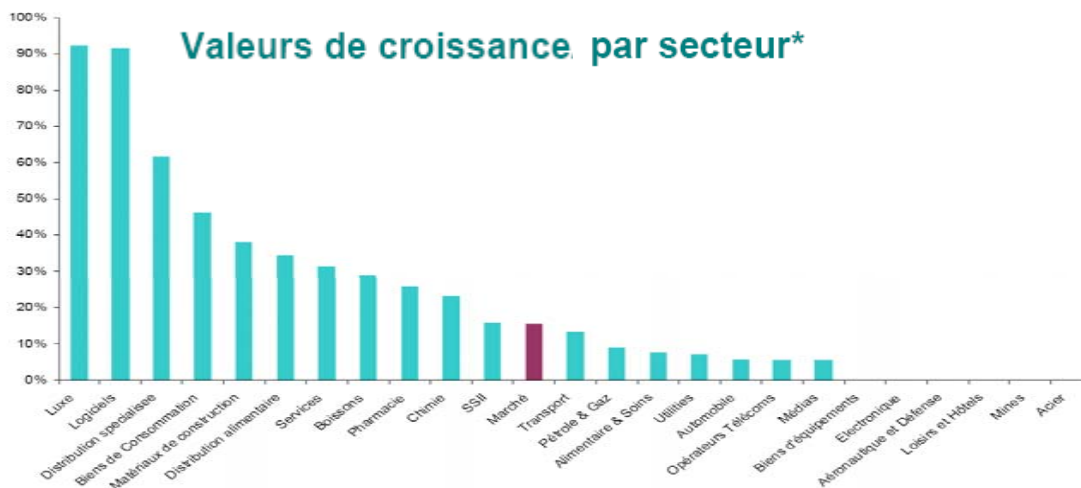
$ROCE/WACC_{2007e} > 1,5x$

Source : Exane BNPP

Les titres « croissance » ont en général un comportement de marché nettement plus offensif que les titres value, caractérisé par un beta égal ou supérieur à 1 et une volatilité plus élevée que celle du marché

Positionnement sectoriel des titres « croissance »

- Les valeurs de croissance se retrouvent souvent dans les secteurs :
 - du luxe
 - des logiciels
 - de la consommation non cyclique (distribution, alimentation)
 - De la santé
 - Des services non cycliques (outsourcing, environnement, ...)
- Ces valeurs présentent des ratios de valorisation (PER notamment) supérieurs de 10 à 100% aux moyennes des marchés, et des croissances de bénéfices pouvant dépasser 30 à 40% / an (marché : 8 à 12% en moyenne de MT)
- Les fonds growth sont souvent surpondérés sur ces secteurs



M:

*Pourcentage de la market cap du secteur répondant à au moins 5 de nos 6 critères d'investissement
Source : Exane BNPP

008/2009

Conclusion sur les styles

- Les approches Value / Croissance structurent une partie importante de la gestion actions, tant titre par titre qu'à travers la gestion d'OPCVM actions
- Il y a des titres qui ont simultanément les deux profils (ou ni l'un ni l'autre);
- Pour simplifier on peut dire :
 - que les titres value ont en général un comportement de marché défensif, caractérisé par un $\beta < 1$ et une volatilité plus basse que celle du marché
 - Que les titres « croissance » ont en général un comportement de marché nettement plus offensif que le marché en moyenne, et a fortiori les titres value, et sont caractérisés par un β égal ou supérieur à 1 et une volatilité plus élevée que celle du marché
 - De nombreux fonds (indiciels / blend/ opportunistes) investissent simultanément (mais pas pour les mêmes raisons, ni de la même façon) sur ces trois catégories de titres

B. Les fonds obligataires

Rappels des principales caractéristiques d'une obligation

- Son émetteur : Etat, collectivité publique ou assimilée, entreprise
- Sa durée
- sa duration
- Son rendement facial
 - Pour les obligations d'Etat : taux du marché à l'émission du titre
 - Pour les obligations d'entreprise : taux des titres d'Etat de durée équivalente + un spread de rendement lié au risque de signature
- Son taux de rendement actuariel (dépend du taux facial et des conditions accessoires : prime, conditions de remboursement, ..)
- Ses caractéristiques de remboursement

Rappels des principales caractéristiques d'une obligation

- Le prix d'une obligation varie en fonction :
 - Pour les obligations d'Etat
 - De l'évolution des taux d'intérêt
 - De la qualité de l'émetteur
 - Du « sentiment » des investisseurs et de la liquidité du titre
 - Pour les obligations d'entreprise
 - De l'évolution des taux d'intérêt des obligations d'Etat
 - Du risque perçu sur la société
 - Du prix de son action
 - Du « sentiment » des investisseurs et de la liquidité du titre

Les obligations par type de signature

- Obligations d'Etat OCDE :
 - Ces OPCVM sont investis majoritairement en obligations d'Etat, et accessoirement en obligations « Credit » (Investment Grade), c'est à dire d'émetteurs semi-publics ou privés notés de AAA à BBB- (notation S&P). Il faut y inclure les obligations indexées sur l'inflation.
 - Ces titres offrent en général les rendement les plus bas sur une maturité donnée
- Obligations Credit « Investment Grade »
 - OPCVM investis principalement en obligations d'émetteurs semi-publics ou privés notés de AAA à BBB- (notation S&P), offrant un spread de rendement par rapport aux obligations d'Etat (de 50 à 100 bp actuellement)
 - Un marché en plein essor en Europe depuis 1999

Les obligations par type de signature

- Obligations à haut rendement « High Yield »
 - obligations d'émetteurs privés des pays développés avec une notation plus basse que BBB-, jusqu'à C (notation S&P), jugées ainsi « spéculatives » par opposition à Investment grade
 - obligations d'Etat et privées de pays émergents
 - Ces titres offrent un spread de rendement élevé par rapport aux obligations d'Etat (de 200 à 300 bp actuellement)
- Une offre importante de fonds est organisée sur ces trois types de titres :
 - Les deux premiers sont souvent mixés (de moins en moins de fonds 100% titres d'Etat)
 - Les OPCVM en obligations HY sont souvent splités en OPCVM dette privée et OPCVM de dette émergente.
 - L'offre de fonds est surtout présente sur les obligations zone euro, Europe, Etas-Unis et Global

Les fonds obligataires par style de gestion

- Gestion indicielle / très benchmarkée
 - Elle concerne souvent la gestion de fonds en obligations d'Etat et / ou Investment grade, souvent destinés aux investisseurs institutionnels
 - Les Tracking error sont très faibles (0.5 à 1%)
 - Les « paris » sont effectués sur :
 - La duration globale (+/- 10% / indice de référence)
 - La courbe des taux
 - Les secteurs d'activité (sur le crédit)
 - Quelques sociétés de gestion ont développé une réelle compétence de gestion active en titres d'Etat, proche de la gestion alternative.

Les fonds obligataires par style de gestion

- La gestion en obligations Haut Rendement est souvent plus active (TE de 3 à 4% environ, **à vérifier**), car les différences de ratings et de spreads de rendement d'un émetteur à l'autre permettent de prendre des paris de gestion rémunérateurs.
- Gestion active à performance absolue
 - Elle s'est développée depuis 2 ans pour contourner les faibles rendements offerts par les marchés monétaires /obligataires, et éviter de faire prendre aux investisseurs un risque de remontée des taux à court et long termes
 - Elle consiste à proposer une gestion active :
 - De la duration : de 0 à 5/6 en général
 - Des types de titres : taux fixes, taux variables, ...oblig. convertibles
 - Des signatures
 - Des secteurs

Les fonds obligataires par style de gestion

- Gestion à base d'arbitrages d'obligations
 - Une variante de la gestion obligataire active
 - Conçue à partir d'arbitrages d'obligations pour rester en duration nulle ou fluctuant dans une fourchette étroite (-1;+1)

Conclusion

- Plus de 8000 fonds sont commercialisés en France
- Des fonds de plus en plus spécialisés reposant sur des compétences de plus en plus pointues
- Cet environnement oblige l'investisseur à faire ses choix
 - D'allocation d'actifs, donc de marchés
 - En terme d'approche de gestion