

Sélection de gérants & Stratégies d'investissement

Introduction

Cours du Vendredi 26 octobre 2007
Jean-Christophe COTTA
Allocation & Sélection



Introduction

- Définitions:
 - Le marché financier
 - Un actif financier
 - Un portefeuille financier
 - La gestion de portefeuille
 - L'allocation d'actifs
- Les débats actuels en matière de gestion de portefeuille
- Plan de cours



Le marché financier

- Trois fonctions :
 - Valorisation des actifs financiers
 - Financement des entreprises et des organismes publics.
 - Protection des épargnants

- Alternative au financement bancaire :
 - Arbitrage des bilans
 - Désintermédiation
 - Transfert de risques

Des actifs financiers simples :

- Les actions
 - Titre de propriété
 - Taille de capitalisation
 - Situation géographique, sectorielle
- Les emprunts
 - Titre de créances
 - Type : Etat, agences, entreprises privées
 - Notation, situation géographique
- Les liquidités
 - Certificats de dépôts et bons du trésor
- Les OPCVM
 - Les OPCVM traditionnels
 - Les OPCVM spécialisés



Aux produits sophistiqués

- Les futures ou contrats à terme
- Les options
- Les Swaps
- Les produits structurés
- Les devises

Le marché financier français

Rapport AMF 2006 – Evolution marché financier français

Principales évolutions du marché financier français

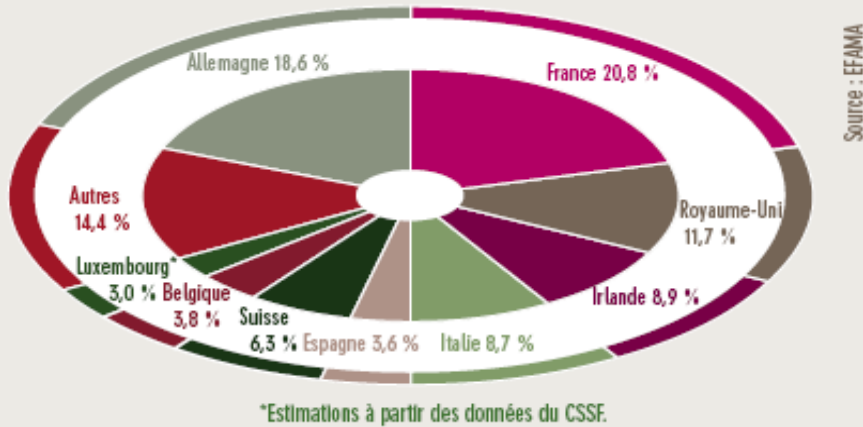
	2001	2002	2003	2004	2005
Émissions (en milliards d'euros)					
de titres de capital ⁽¹⁾ (<i>sociétés cotées</i>)	9,2	15,1	22,8	10,6	14,0
de titres de créance	85,6	91,4	122,7	103,1	109,8
<i>État</i>	52,5	53,4	67,2	76,6	76,3
<i>Autres émetteurs</i> ⁽²⁾	33,1	38	55,5	26,5	33,5
Marchés boursiers des valeurs françaises					
Capitalisation (données fin d'année, en milliards d'euros)	2 114,1	1 745,8	1 884,0	1 960,9	2 349,5
Actions (<i>sociétés cotées sur Eurolist</i>)	1 319	927,8	1 075,0	1 147,0	1 490,9
Obligations ⁽³⁾	795,1	818,0	809,0	813,9	858,6
Transactions (en milliards d'euros)⁽⁴⁾	1 118,5	1 009,4	884,1	1 001,2	1 108,7
Actions (<i>sociétés cotées sur Eurolist</i>)	1 111	1 002,4	877,8	993,9	1 103,3
Obligations, Euronext-Paris ⁽³⁾⁽⁵⁾	7,5	7,0	6,3	7,3	5,4
Nombre de sociétés cotées sur Eurolist	936	873	817	787	749
Placements collectifs (SICAV +FCP)⁽⁶⁾					
Actifs gérés au 31 décembre (en milliards d'euros) ⁽⁷⁾	800,2	803,0	909,4	1 006,5	1 155,1
Nombre de Sicav et FCP au 31 décembre	7 603	7 791	7 906	7 908	7 758

Source : AMF-Euronext Paris

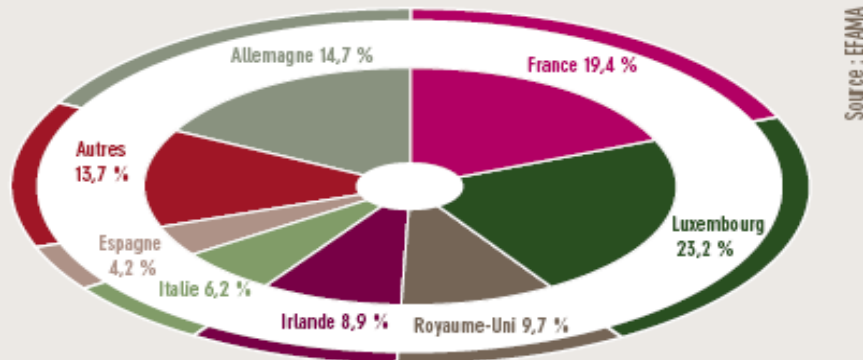


Industrie européenne de la gestion

Industrie européenne de la gestion financière des fonds d'investissement
6 566 milliards d'euros à fin décembre 2005



Industrie européenne : places de domiciliation des fonds d'investissement
6 566 milliards d'euros à fin décembre 2005



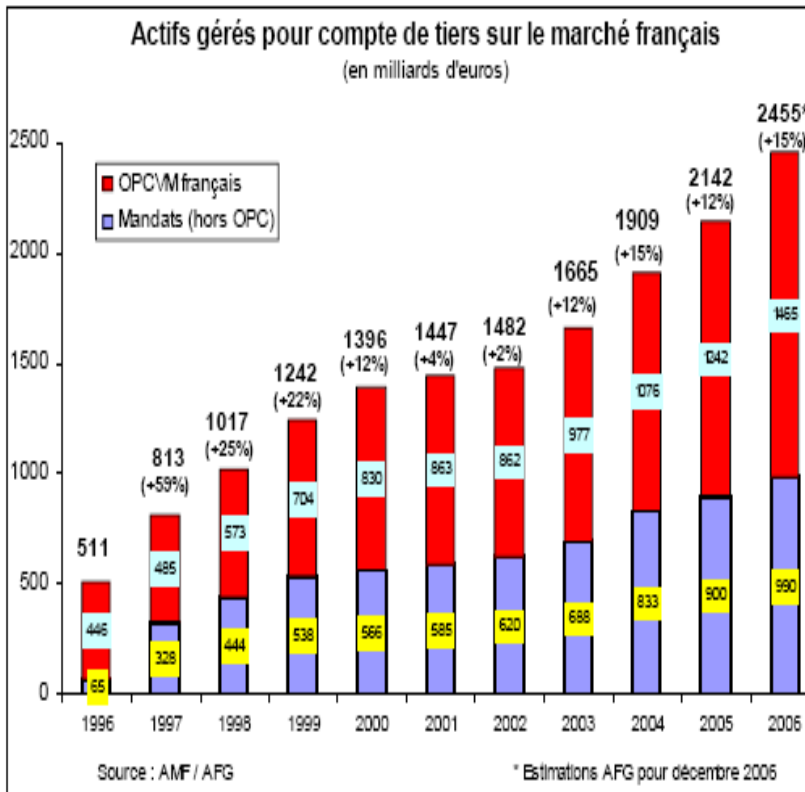
- Plus de 10 000 valeurs
- Plus de 20 000 Fonds
- Encours : 6 600 Mia €
- PIB : 9 200 Mia €

- France : 1^{er} gestion OPCVM
 - Plus de 2000 valeurs
 - Plus de 11 000 fonds
 - Encours : 2200 Mia €
 - PIB : 1700 Mia €



Définition

La gestion pour compte de tiers en France en 2006



Situation au 31/12/2006

Nombre de sociétés de gestion portefeuille (SGP)	500
Nombre de prestataires de services d'investissement (PSI)	Plus de 400

OPCVM de droit français	
Nombre total d'OPCVM existants	Près de 12 000
Nombre d'OPCVM à vocation générale	Plus de 7 300
Nombre d'OPCVM d'épargne salariale	Plus de 2 900
Nombre d'OPCVM de capital investissement	Plus de 700
Nombre d'OPCVM agréés créés en 2006	Plus de 1 200
Nombre de transformations	Plus de 6 700

OPCVM de droit étranger	
Nombre d'OPCVM* autorisés à la commercialisation en France	Près de 4 000
Nombre d'OPCVM* autorisés en 2006	Près de 800

* Y compris les compartiments d'OPCVM

Source AMF



Les portefeuilles OPCVM Français

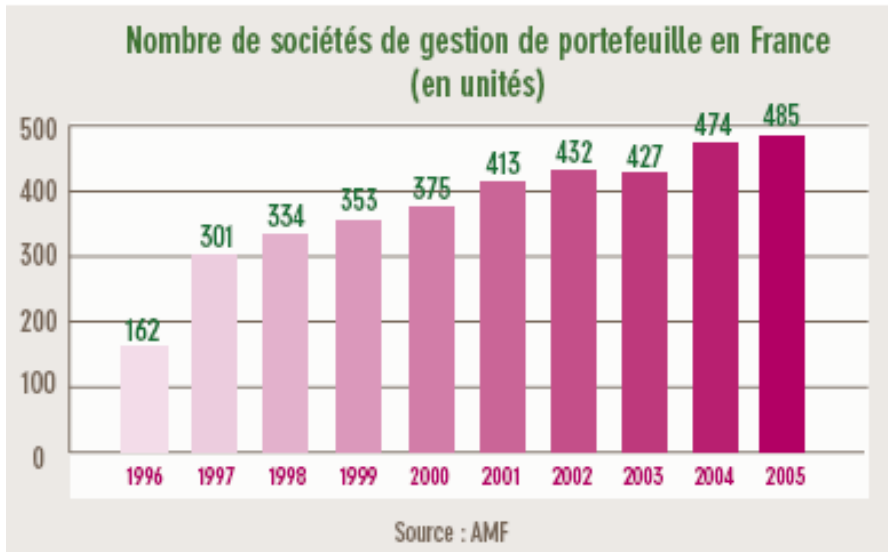
AMF 2005 – Répartition des actifs sous gestion

FCP + SICAV	Ensemble des OPCVM		
	Encours M€	Nb Prod	Nb Parts
Actions françaises	66 987,2	311	416
Actions des pays de la communauté européenne	59 654,7	357	440
Actions de pays de la zone euro	79 554,7	489	580
Actions internationales	132 378,0	1 036	1 258
Obligations et/ou titres de créances libellés en euros	129 278,1	910	1 188
Obligations et/ou titres de créances internationaux	64 091,9	305	374
Monétaire euro	445 573,4	595	752
Monétaire à vocation internationale	2 208,9	16	19
Diversifié	301 359,8	3 057	3 364
Garanti ou assorti d'une protection	134,1	8	8
Fonds à formule	69 812,8	771	772
OPCVM de fonds alternatifs	27 511,8	283	328
Total	1 378 523,3	8 118	9 477



Les sociétés de gestion

Rapport AFG 2005 – Répartition des actifs sous gestion

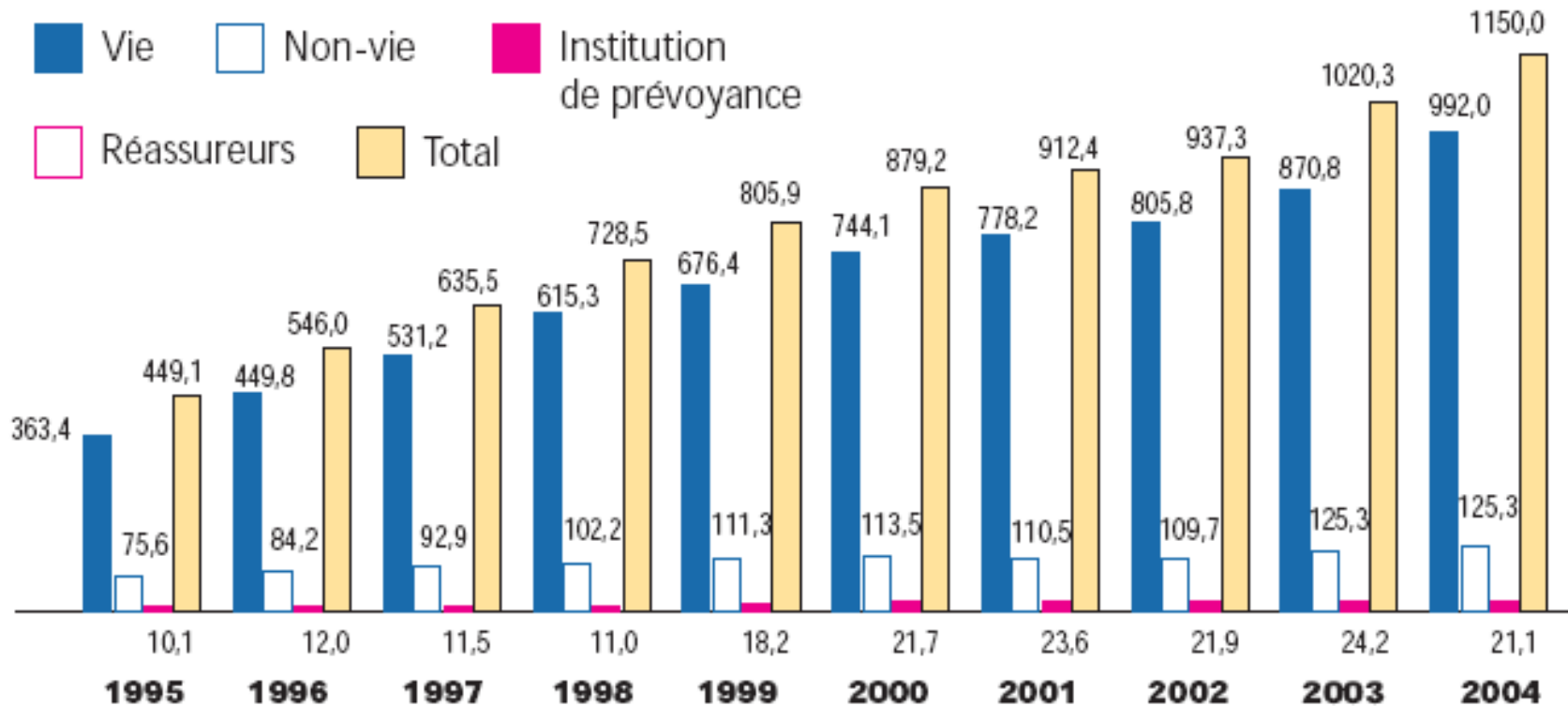


- 485 sociétés de gestion
- 45 000 emplois, dont 12 000 à haute valeur ajoutée
- Plus d'OPCVM que de titres cotés
- CA :
- Bénéfices :

Placements des entreprises d'assurance

Rapport CCAMIP 2004 – placements des investisseurs institutionnels

Placements en valeur de marché



Les différents portefeuilles financiers

- Le portefeuille pour compte propre :
 - Banques
 - Institution financières
 - Entreprises
 - Particuliers
- Le portefeuille pour compte de tiers :
 - Institutionnels
 - Particuliers

Les différents types de gestion

- Gestion d'actif :
 - Personnalisée
 - Collective

- Gestion actif passif :
 - Moyen terme
 - Long terme

Les différents types de gestion

- OPCVM
 - SICAV
 - FCP
- Autres :
 - FCPI
 - FCPE
 - ARIA & ARIA EL
- Les mandats
 - Pour particuliers
 - Pour Institutionnels

La gestion de portefeuille OPCVM

- OPCVM classiques
 - SICAV
 - FCP
- OPCVM dédiés :
 - FCPI
 - FCPE
 - ARIA & ARIA EL

Les portefeuilles de gestion actif / passif

- Assurance Vie
 - Contrat général
 - Unités de compte
- Assurance dommage
- Prévoyance :
 - Risques viagers
 - Responsabilité civile, accidents
- Retraites :
 - Contrats à contributions prédéfinies
 - Contrats à cotisations prédéfinies



La gestion pour compte de tiers

Décembre 2004

Montants en milliards d'euros

 Institutions et entreprises

	Assurance*	Caisses de retraite et FP**	Entreprises et associations	Banques	Autres	Sous-total	Ménages	ESTIMATIONS TOTAL
OPCVM	← 360 →		200	80	170	810	190	1000
FCPE							56	56
Mandats Individuels	460**	50		← 115 →		625	75	700
						TOTAL 1435	321	1756

*Actifs sous gestion = 1100 Mds € (y compris fonds de fonds) dont 1/3 pour compte propre

** Montant des réserves déléguées en gestion de l'AGIRC, ARRCO... et retraites par capitalisation (Préfon...)

*** La plupart des compagnies d'assurance délèguent leurs actifs à la filiale Asset Management du groupe.

Environ 12%-15% de leurs actifs seraient délégués à un gestionnaire tiers.

150 mds euros investis sous forme de contrats en unités de compte

Source : Mc Kinsey et AFG ; Comptes nationaux et FFSA.

C. Pardo

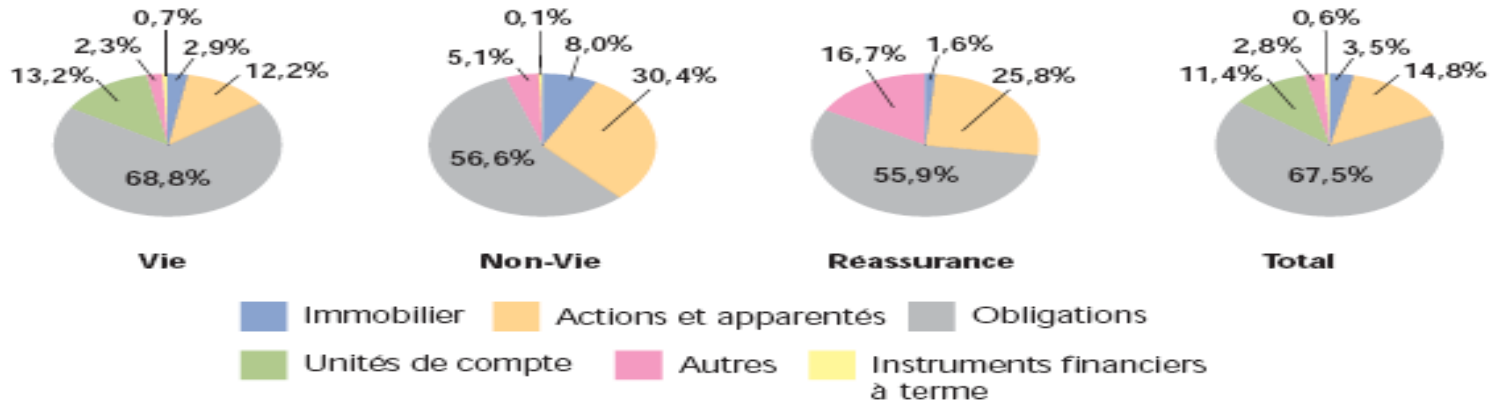
stissement

17

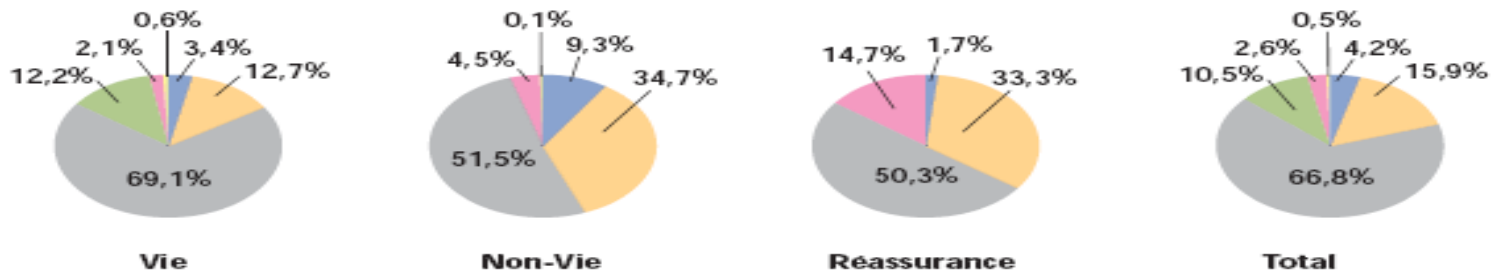
Les portefeuilles de gestion actif / passif

Exemple d'allocation d'actifs

Valeur comptable



Valeur de marché



Rapport CCAMIP 2004 – placements des investisseurs institutionnels



La gestion de portefeuille

Mandats

- Sélection des fournisseurs avec fixation d'un cahier des charges précis qui détermine :
 - Objectif de gestion
 - Univers de gestion
 - Process de gestion
 - Process de reporting
 - Tarification

L'allocation d'actifs

- Composition d'actifs financiers (actions, obligations, monétaires)
- Purs (une classe d'actif) ou combinés (plusieurs classes d'actifs)
- Visant à obtenir un revenu et une appréciation en capital de son investissement
- En fonction d'un risque de portefeuille défini à l'avance par le client : déviation possible du résultat par rapport à l'objectif de performance attendue.

L'allocation d'actifs

Exemple de profilage des fonds

Prudent				
Horizon	1 an	3 ans	5 ans	10 ans
AE	12	16	22	37
AI	3	9	17	37
O	40	33	24	2
M	45	42	37	24

Volatilité	6,8	10,3	15,9	26,3
------------	-----	------	------	------

Source: http://www.cprbourse.tm.fr/newhtml/allocation/allocation_actif.htm

Médian				
Horizon	1 an	3 ans	5 ans	10 ans
AE	12	18	24	43
AI	3	12	19	43
O	40	30	22	0
M	45	40	36	14

Volatilité	6,8	11,8	16,7	27,8
------------	-----	------	------	------

Source: http://www.cprbourse.tm.fr/newhtml/allocation/allocation_actif.htm

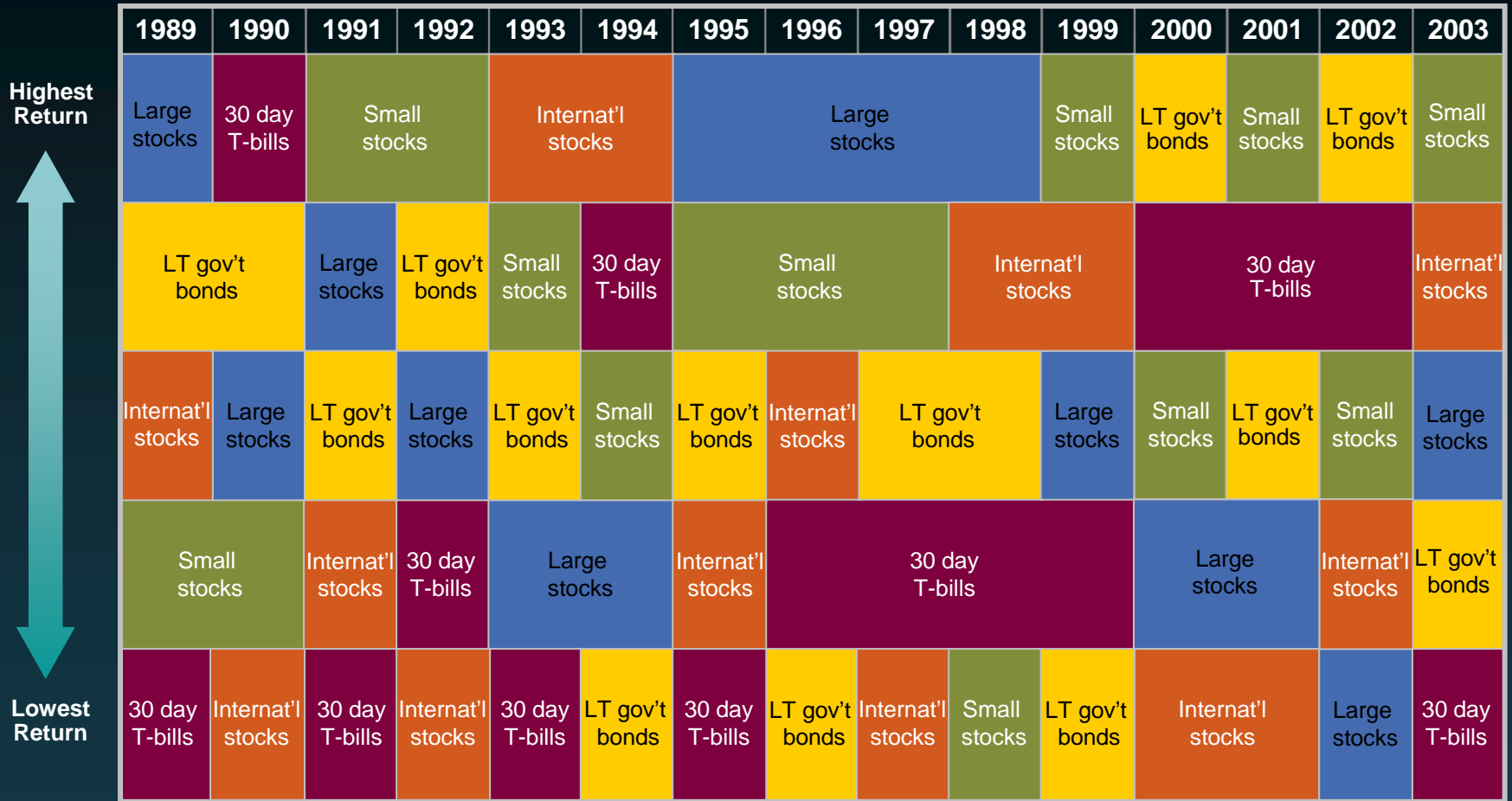
Dynamique				
Horizon	1 an	3 ans	5 ans	10 ans
AE	12	21	28	50
AI	3	16	24	50
O	40	25	16	0
M	45	37	32	0

Volatilité	6,8	13,7	19,2	29,2
------------	-----	------	------	------

Source: http://www.cprbourse.tm.fr/newhtml/allocation/allocation_actif.htm

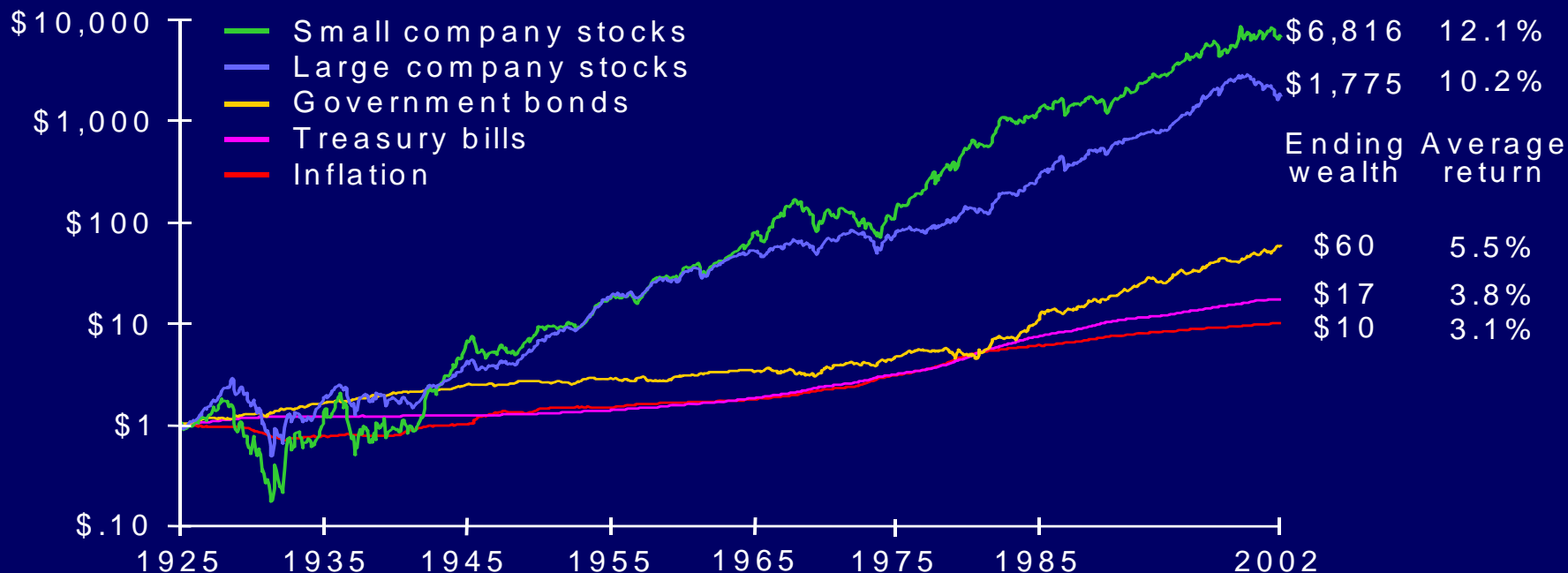
- Classement par niveau de risque (prudent, médian et dynamique) et par horizon d'investissement
- Le niveau de risque ne change pas l'allocation d'actifs à 1 an
- La part du monétaire est plus importante que la part obligataire.
- Pour 3 % d'écart de volatilité, par horizon d'investissement entre les profils extrêmes, l'exposition actions augmente de 12 %, 15 % et 26 %.

Asset class winners and losers



La hiérarchie traditionnelle des performances

Stocks, Bonds, Bills, and Inflation 1925-2002



Hypothetical value of \$1 invested at year-end 1925. Assumes reinvestment of income and no transaction costs or taxes.

This is for illustrative purposes only and not indicative of any investment.
Past performance is no guarantee of future results. 3/1/2003.
© 2003 Ibbotson Associates, Inc.

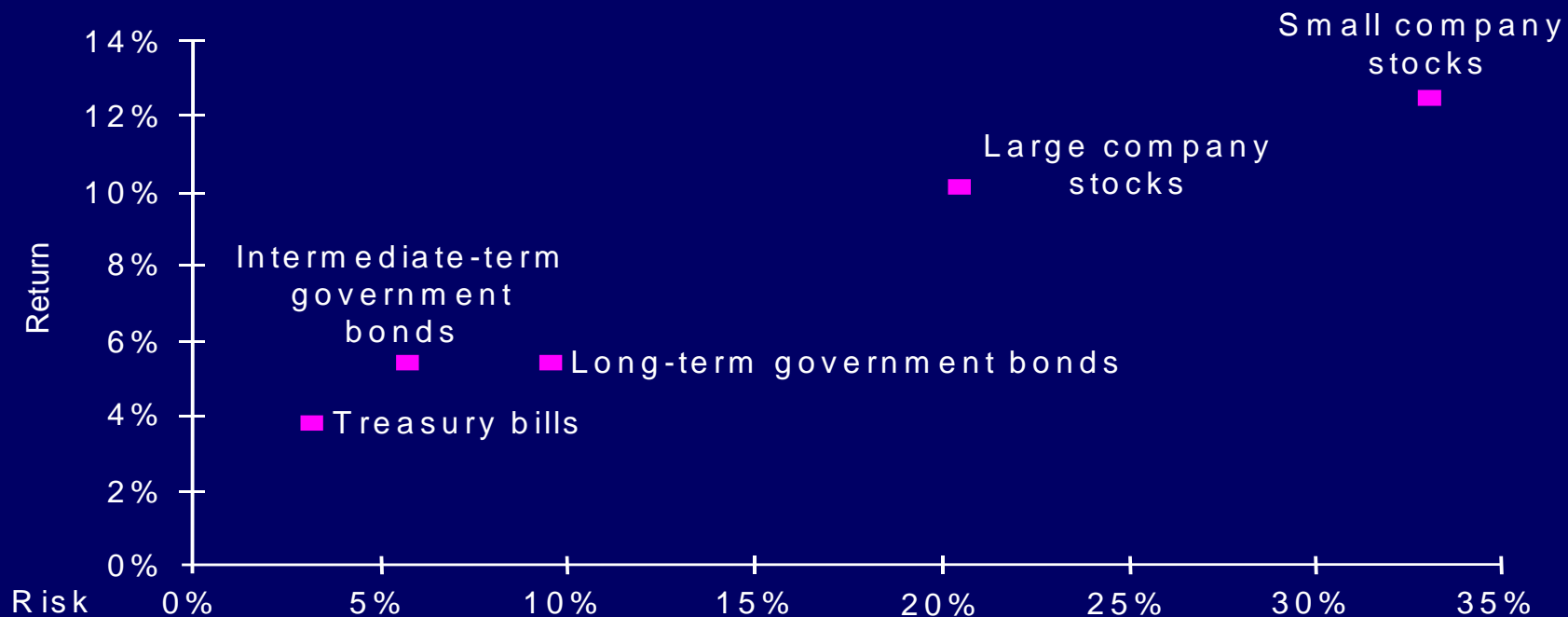
Ibbotson Associates



La hiérarchie traditionnelle des performances

Risk versus return

Stocks, Bonds, and Bills 1926–2002



Risk is measured by standard deviation. Return is measured by compound annual return.

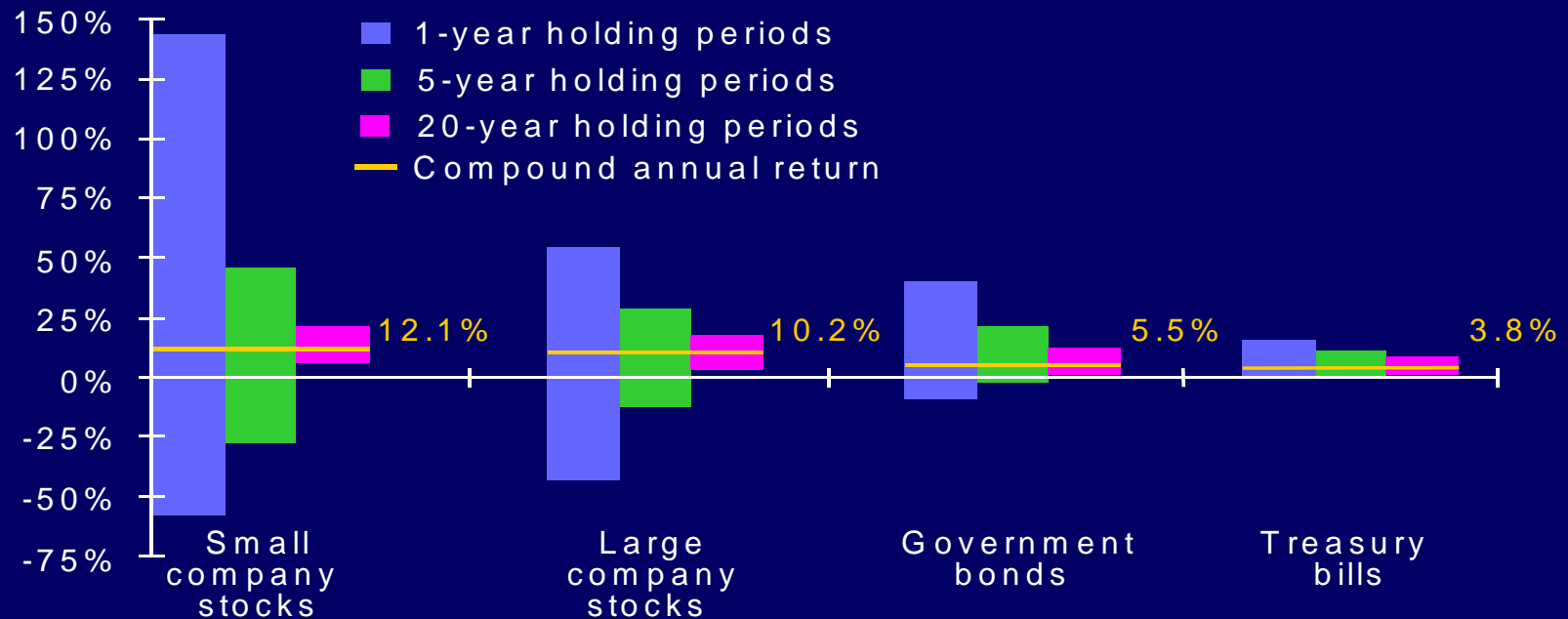
This is for illustrative purposes only and not indicative of any investment.
Past performance is no guarantee of future results. 3/1/2003.
© 2003 Ibbotson Associates, Inc.

Ibbotson Associates



La hiérarchie traditionnelle des performances

Reduction of risk over time 1926-2002



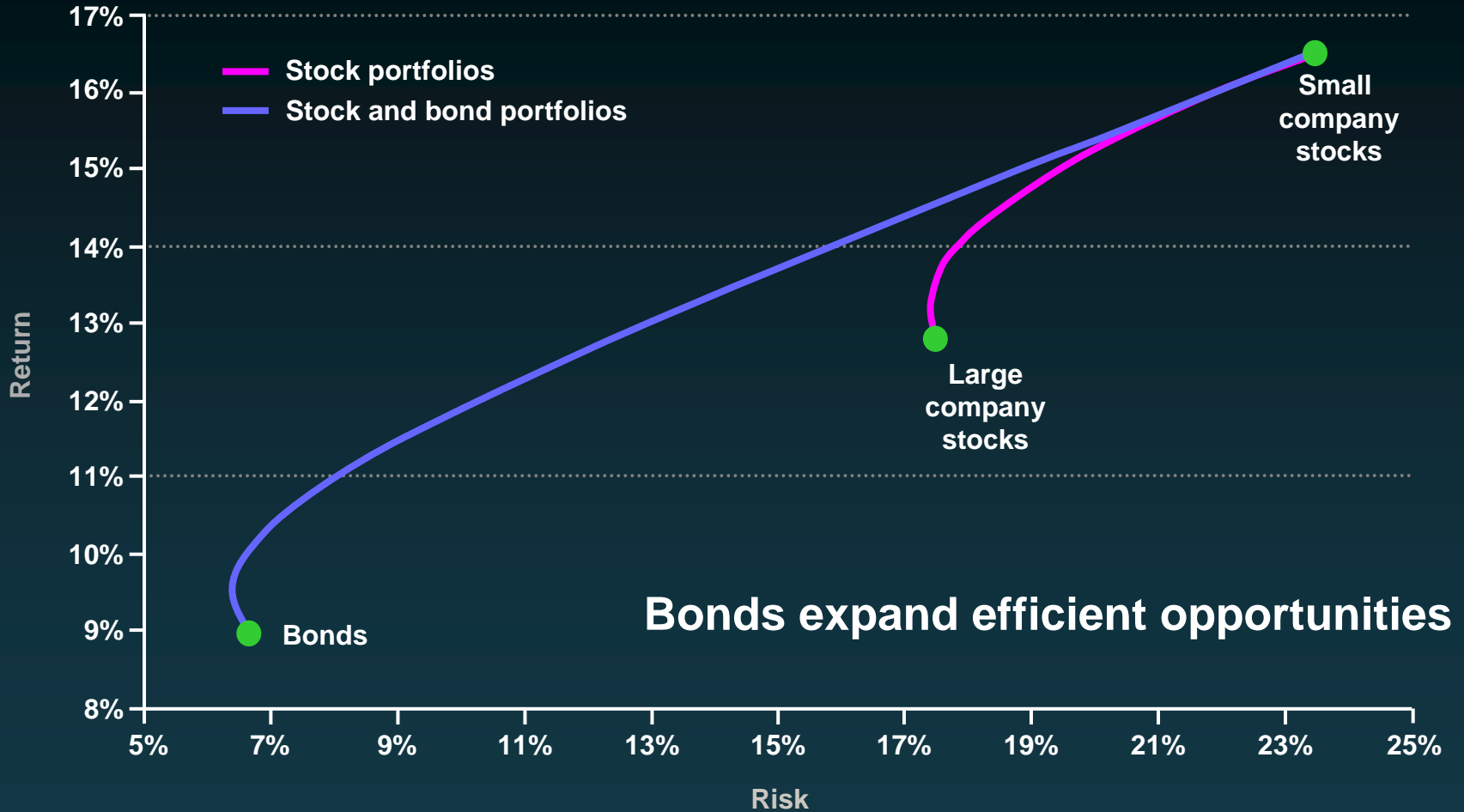
Each bar shows the range of compound annual returns for each asset class over the period 1926-2002.

This is for illustrative purposes only and not indicative of any investment.
Past performance is no guarantee of future results. 3/1/2003.
© 2003 Ibbotson Associates, Inc.

Ibbotson Associates



1970–2003

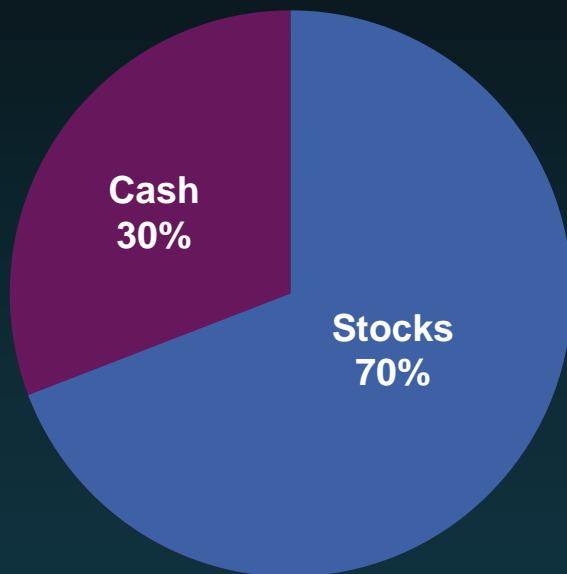


Bonds expand efficient opportunities

Risk is measured by standard deviation. Risk and return are based on annual data over the period 1970–2003. Portfolios presented are based on modern portfolio theory.

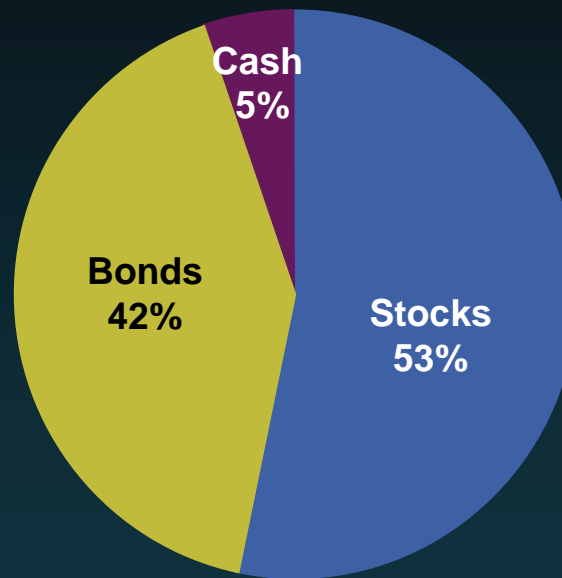
1970–2003

Original portfolio



Return 10.8%
Risk 12.3%

Lower risk portfolio



Return 10.8%
Risk 10.2%

Using bonds to diversify

Risk is measured by standard deviation. Risk and return are based on annual data over the period 1970–2003. Portfolios presented are based on modern portfolio theory.

Définition du risque :

Une performance inconnue à l'avance

- Les éléments entrant dans sa valorisation sont changeants: flux de bénéfices et taux d'actualisation pour les actions ou flux des remboursements, taux actuariel et inflation pour les obligations.
- Ils dépendent d'autres grandeurs telle que l'état de la conjoncture économique et financière, l'état des tensions géo politiques dans le monde, l'attrait ou le désintérêt pour les actifs au moment de la vente.

Définition du risque :

Une performance inconnue à l'avance

Se trouver en situation d'effectuer une transaction sur un portefeuille au pire moment :

- Obligation de vendre un actif au plus bas du marché
- Décision d'acheter un actif alors que son prix à fortement monter

Correspond à des notions mathématiques et statistiques :

- Gain /Perte absolue ou relative
- Volatilité de la valeur du portefeuille
- Traitement des pertes extrêmes
- Estimation de la perte probable

Primauté à la gestion des risques

- S'assurer de l'atteinte de l'objectif de performance du portefeuille:
 - Identifier les risques
 - Les mesurer
 - Les suivre
 - Les neutraliser partiellement ou globalement
- Ou / et maintenir le niveau de risque permis
 - Adapter le portefeuille à l'enveloppe de risque définie à l'avance
 - Estimer l'impact des risques passés, sur le portefeuille présent et futur.

Primauté à la gestion des risques

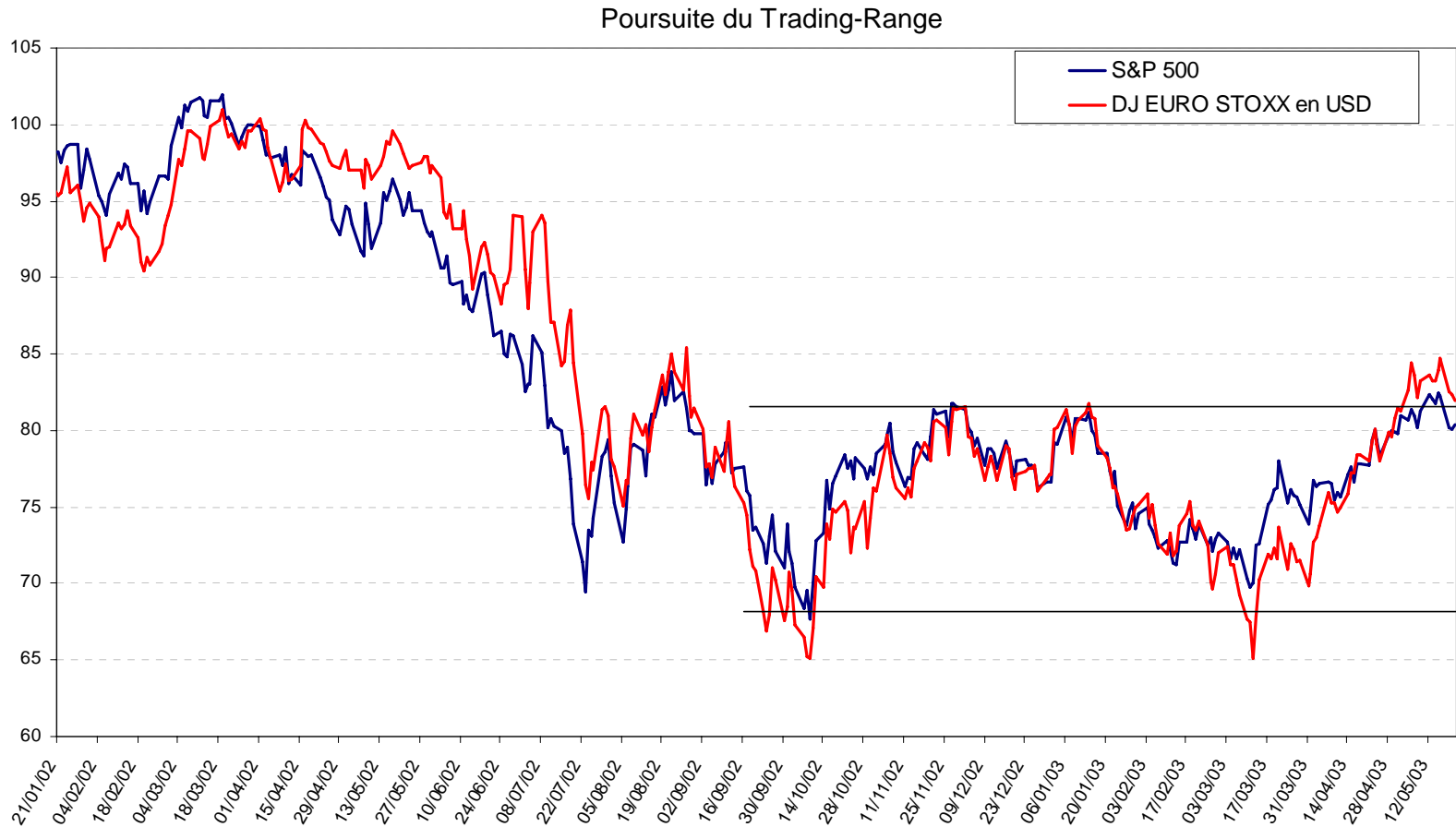
Une meilleure connaissance des risques, divers par nature

- Risque économique
- Risque financier :
 - risque de marché, risque de crédit, risque de change
 - risque de liquidité
- Risque monétaire :
 - Rareté ou laxisme des liquidités
- Risque administratif :
 - déblocement des transactions
 - rapprochement des achats et ventes
 - inventaire des fonds



Primauté à la gestion des risques

le rôle directeur des États-Unis



Primauté à la gestion des risques

Exemple de risque obligataire



<HELP> for explanation. P203 Corp CRPR

Related Functions Company Tree Ratios CREDIT PROFILE
Alcatel SA Page 1/1

ALAFP 4 3/8 02/17/09 -S&P

	RATING	EFFECTIVE
1) ALAFP 4 3/8		
2) Outlook		
3) Senior Impl	B+	10/ 4/02
4) Senior Unse	BB+ *-	9/23/02
5) Short Term	BB+ *-	7/12/02
	BBB *-	4/30/02
	STANDARD	
	BBB	11/13/01
6) ALAFP 4 3/8	BBB+	8/ 6/01
7) Outlook	A *-	5/18/01
8) LT Foreign	A	7/ 5/99
9) LT Local Is	A+	3/ 8/99
10) ST Foreign		
11) ST Local Is		
	F	
12) Outlook		
13) Senior Unse		

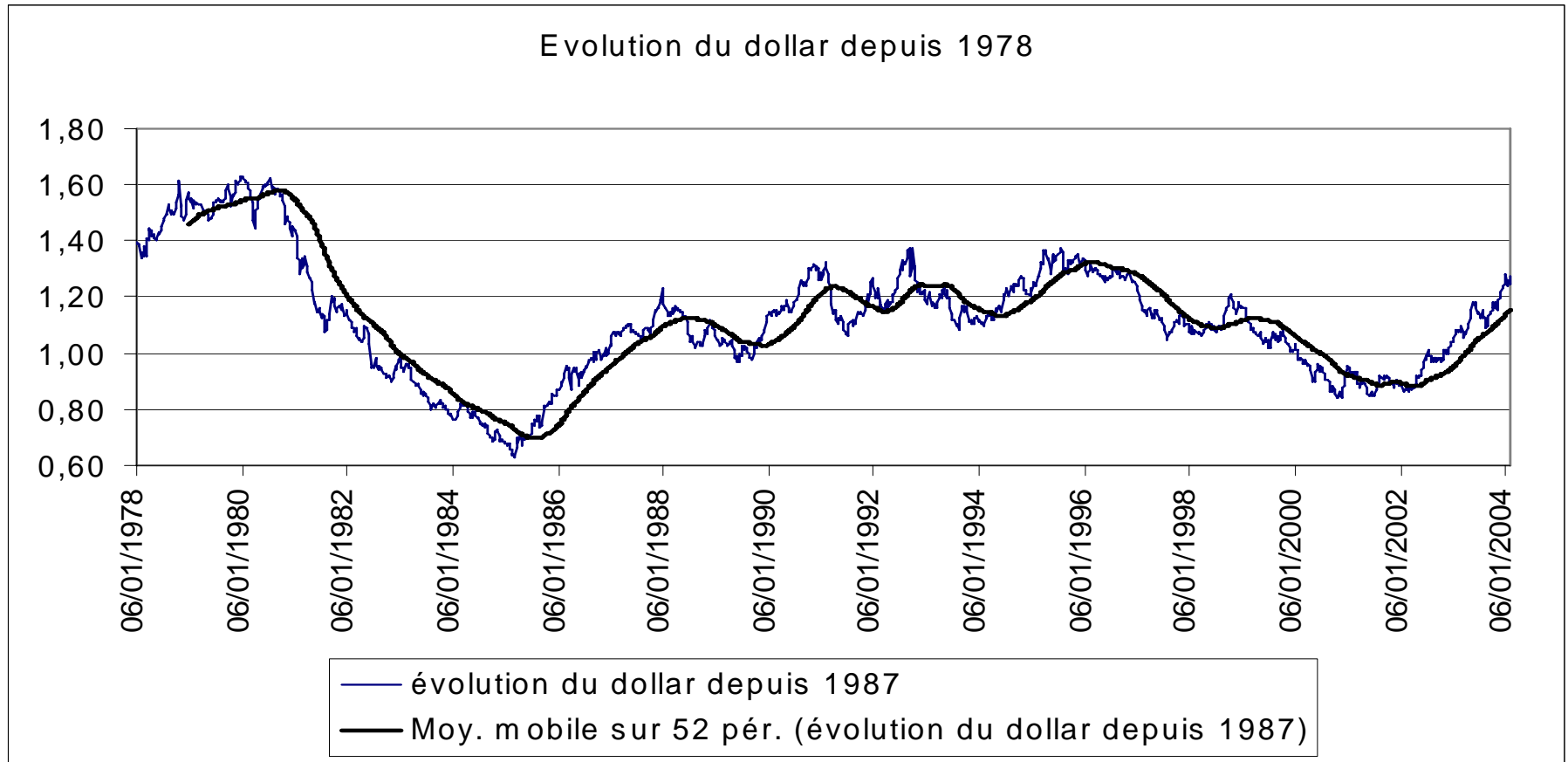
UP / DOWN / NEUTRAL
MENU to return to credit profile

Australia 61 2 9777 8600 Brazil 5511 3048 4500 Europe 44 20 7330 7500 Germany 49 69 920410
Hong Kong 852 2977 6000 Japan 81 3 3201 8900 Singapore 65 6212 1000 U.S. 1 212 318 2000 Copyright 2003 Bloomberg L.P.
H183-184-3 17-Oct-03 2:18:22



Primauté à la gestion des risques

Exemple de risque devises



Primauté à la gestion des risques

Les risques opérationnels

Table 67

Example of operational risks

Company	Losses in USD mn	Years	Causes
Daiwa Bank / New York	1,100	1984–95	Unauthorised bond trading
Sumitomo Corp. / London	2,200	1986–96	Unauthorised copper trading, fraud, and forgery
Standard Chartered / India	400	1992	Irregularities in Bombay stock exchange
London Stock Exchange and members	700	1993	Trading Taurus system cancellation
Metallgesellschaft	1340	1993–94	Improper positions on NYMEX
Kidder Peabody	200	1994	Bond trading, lack of internal control
Askin Capital-Management	600	1994	Inaccurate validations
Barings / Singapore	1600	1995	Inadequate control of futures-trading-poor segregation of duties
Deutsche Morgan Grenfell / London	500	1996	Unauthorised trading activities
Princeton Economics International and Republic Securities	700	1995–99	Fraud and custodian conspiracy
Natwest markets	110	1997	Mispricing of interest rate options
LTCM	2,500	1998	Excessive leverage, model risk

Source: Edhec (2003) and Capco (2002)



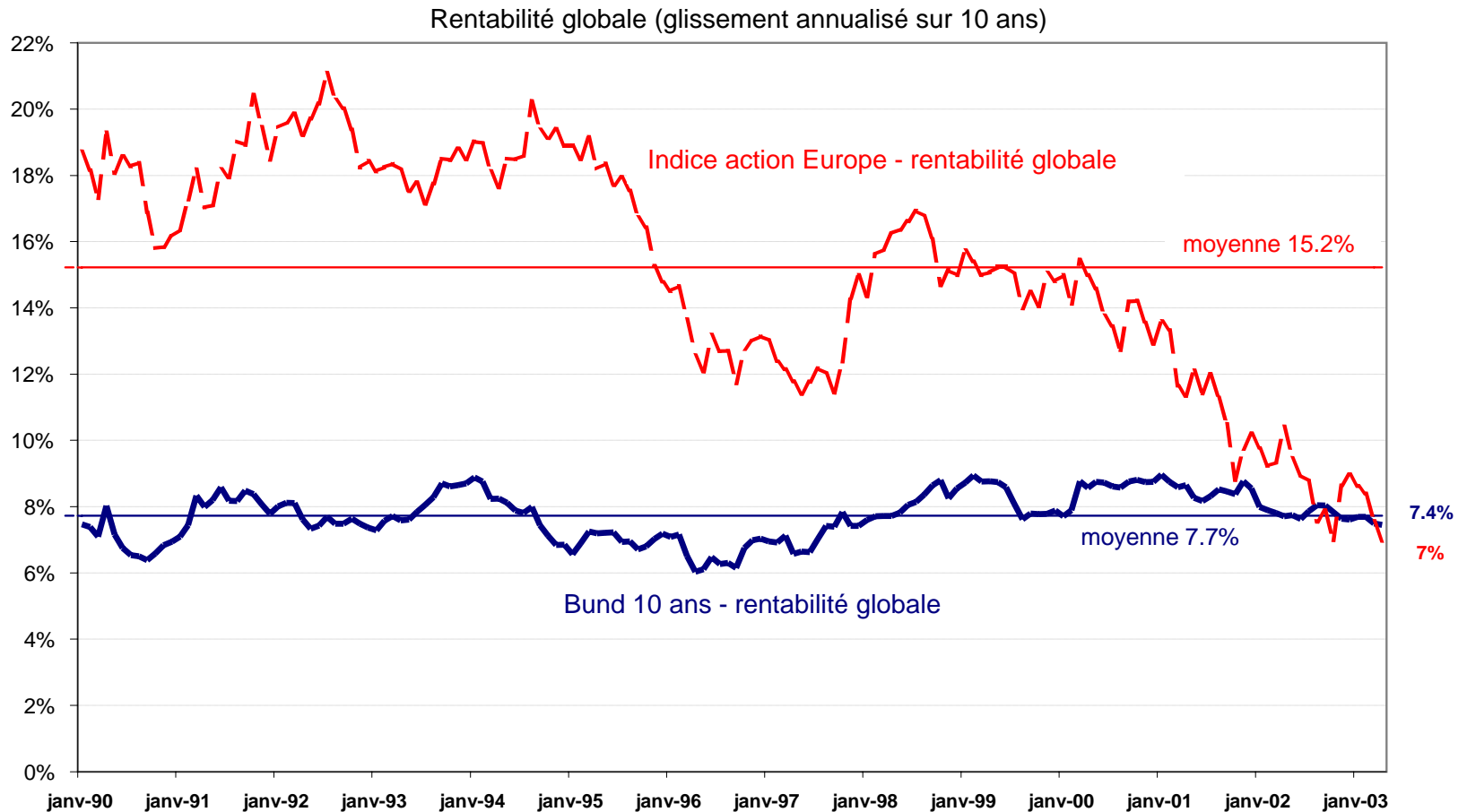
Primauté à la gestion des risques

La nécessaire modélisation des comportements

- Constance ou variation du degré d'aversion au risque du client
- Niveau absolu et relatif de son risque
- Évaluation de l'interdépendance entre les actifs :
 - pertinence du coefficient d'interdépendance
 - stabilité du coefficient d'interdépendance

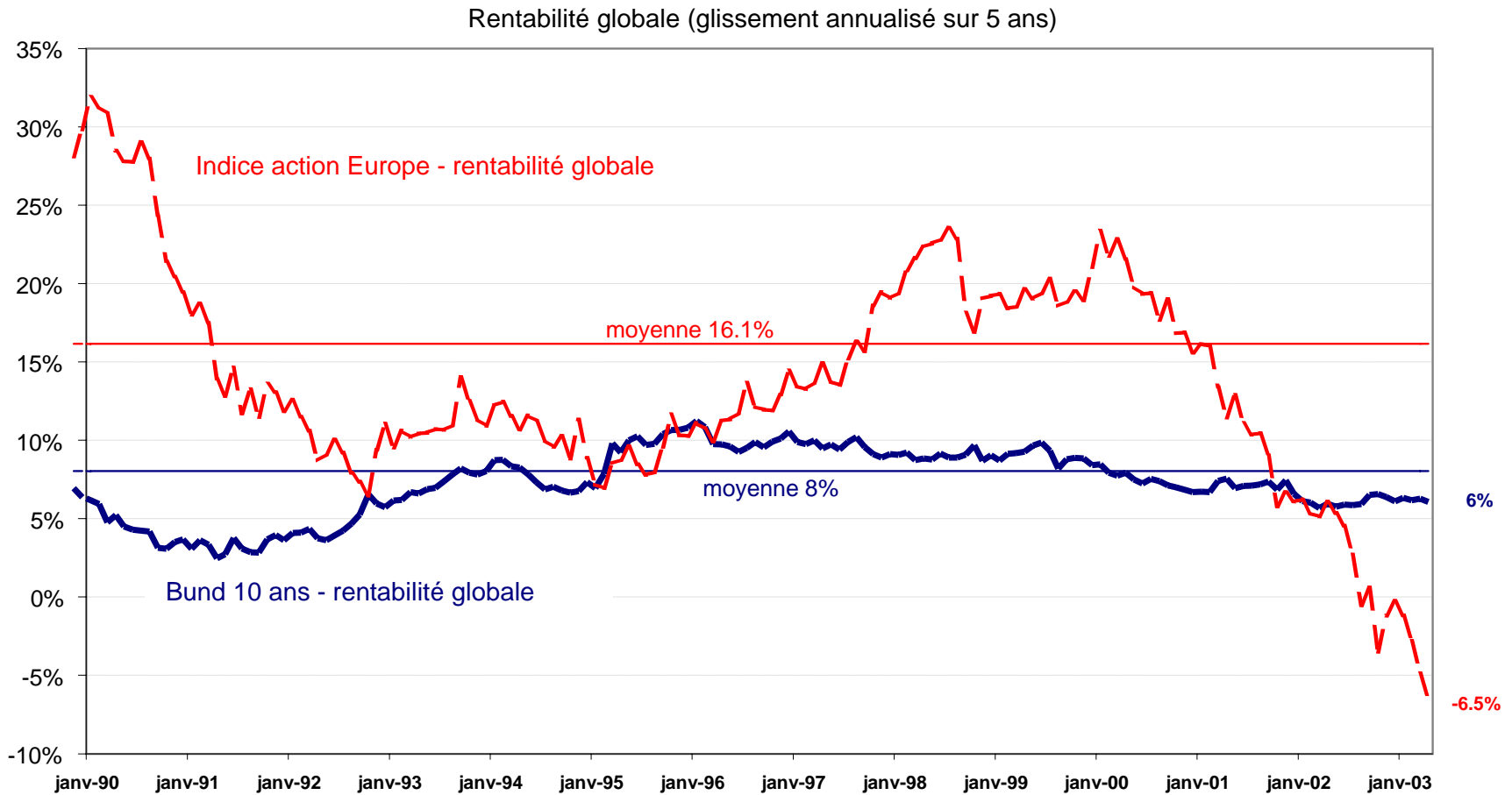
La remise en cause des enseignements d'allocation d'actifs

Rentabilité annualisée d'un placement actions et obligataire comparée à 10 ans



La remise en cause des enseignements d'allocation d'actifs

Rentabilité annualisée d'un placement actions et obligataire comparée à 5 ans



Le suivisme des expériences anglo-saxonnes

- L'architecture ouverte s'imposent : rares sont les sociétés de gestion ou les institutionnels qui gèrent la totalité de la gamme des produits financiers, désormais.
- Des dispositions ont été prises afin de financer les retraites et développer ainsi l'épargne longue : ceci demande que soit bien déterminer les responsabilités de chacun dans la chaîne de création de la valeur.

La place grandissante de l'allocation d'actifs dans la gestion de portefeuille

- Allocation d'actifs : 70 % de la valeur ajoutée d'une gestion réside dans la mise en place de la combinaison des actifs choisis afin d'atteindre la performance attendue.
- Le diagnostic de performance et de risque du portefeuille:
 - L'analyse des risques de perte.
 - L'analyse des prises de gain.
 - Le portefeuille optimal.
- Choix d'une stratégie d'investissement : la manière d'arriver à livrer la performance attendue et à gérer dans le temps les risques du portefeuille constitué.

La place grandissante de l'allocation d'actifs dans la gestion de portefeuille

- Pour harmoniser les décisions financières internes des sociétés financières au sein de leurs mandats et de leurs produits de gestion.
- Pour préparer les appels d'offres, donner des consignes d'investissement et suivre les partenaires ayant reçus des délégations de gestion.
- Pour mieux maîtriser les risques de portefeuilles

Rappel des points abordés

- **L'allocation d'actifs est la préoccupation majeure des décideurs financiers :**
 - Pour couvrir leurs engagements dans le cadre de la gestion actif passif
 - Pour atteindre un objectif de performance sur la période d'investissement.
- **Pourtant, la situation actuelle n'est pas simple :**
 - La rentabilité des actifs financiers est plus faible
 - Les choix d'allocation d'actifs n'ont pas été toujours optimaux
 - De nombreux risques apparaissent comme non maîtrisés
- **Bref, cette spécialité a de beaux jours devant elle afin :**
 - de mieux structurer la démarche de gestion actif – passif
 - De définir le budget des risques acceptables pour un portefeuille
 - Proposer une lecture prospective du portefeuille

Rappel des points abordés

- **La gestion de portefeuille est avant tout une gestion du temps :**
 - L'horizon de l'investissement du portefeuille
 - L'importance des temps de gestion : analyse, décision, action.
 - L'importance des ajustements de portefeuille : le risque est de se trouver en situation de
 - vendre (baisse de marché) ou d'acheter (hausse de marché) trop tard
 - de vendre (hausse de marché) ou d'acheter (baisse de marché) trop tôt.
- **La gestion de portefeuille est affaire de psychologies :**
 - Le poids du consensus de place
 - Le positionnement du gérant par rapport à lui
 - L'attitude du gérant face aux pertes de portefeuille
 - Le soutien de sa direction générale

Plan de l'intervention

Introduction

1. Les outils de sélection de gérants
2. La sélection de gérants d'OPCVM
3. Le processus de gestion de portefeuille
4. Les stratégies d'investissement

Bibliographie générale

1. Solnik et Jacquillat : Marchés financiers - gestion de Portefeuille et des risques, Dunod.
2. Jacques Hamon : Bourse et gestion de portefeuille, Economica
3. David Darst : The Art of Asset Allocation - Mac Graw Hill
4. F.S Lhabitant : La gestion alternative Dunod
5. Daniel Capocci : Introduction aux hedge funds - Economica
6. Mondher Bellallah : Gestion de portefeuille Pearson Education
7. Bodie / Kane / Marcus : Investments, Mac Graw Hill
8. A. Tosetti, P.Palsky - la gestion actif passif des sociétés d'assurance, Economica
9. Boulier & Dupré - Gestion financière des fonds de retraites, Economica

