

## PERFORMANCE

# La multigestion se développe



PASCAL DUVAL  
Managing director

Frank Russell  
Company

**L**A RECHERCHE DE LA PERFORMANCE sur les marchés de capitaux implique le respect de règles fondamentales. La première tient dans la mise à jour du couple rentabilité/risque : toute recherche de performance s'accompagne d'un degré de prise de risque. Un investisseur doit d'abord chercher à définir son horizon de placement et donc sa capacité à supporter un certain niveau de risque, avant d'arrêter sa stratégie d'investissement. Une autre règle fondamentale consiste à diversifier les placements afin d'améliorer ce couple rentabili-

“ Une étape supplémentaire dans cette recherche permanente d'une meilleure performance. ”

té/risque. Cette seconde règle n'est que la traduction statistique du bon sens le plus élémentaire.

Dès lors, toute l'histoire de la gestion de portefeuille, de l'industrie de la gestion, de la recherche académique ou appliquée par les gestionnaires se résume à cette recherche de performance et à cette

**La diversification des styles et des gestionnaires** qui se développe en Europe continentale, permet d'améliorer les performances des fonds dans un contexte de marchés cycliques.

volonté de contrôler, de diminuer le risque sous-jacent. Le concept de Fonds multi-styles, multi-gérants est une étape supplémentaire dans cette recherche permanente d'une meilleure performance avec un risque réduit. A la diversification des placements, ces fonds superposent une double diversification supplémentaire : celle des gestionnaires et celle des styles de gestion. Avec un réel succès.

### ATOUTS DE LA MULTIGESTION

Tout d'abord, il est nécessaire de sélectionner avec soin sa société de gestion dans une période de concurrence exacerbée, où l'on dénombre plus d'Opcvm et de sociétés de gestion que de titres cotés dans le monde. Face à cette offre pléthorique ayant des qualités variables (les écarts de performance sont souvent du simple au double entre les meilleurs et les moins bons d'un classement, quelles que soient la catégorie et la période d'analyse retenues), comment choisir ? La performance passée n'est pas, en elle-même, un bon indicateur de la performance future. Il suffit d'observer les évolutions des classements d'Opcvm pour le constater. Il est rare que la même société de gestion soit régulièrement plus performante que le marché, trimestre

après trimestre, année après année. Et il existe une certaine logique à cela.

En effet pour battre son indice de référence, un gestionnaire doit prendre des paris de gestion, à savoir surpondérer tel marché, tel secteur industriel ou telle valeur. C'est là que les gestionnaires, bien évidemment, se distinguent dans leur analyse des inefficiences ou déséquilibres de marchés qui vont les conduire à capter et appliquer dans leurs portefeuilles des idées d'investissements devant apporter de la valeur ajoutée par rapport à l'indice.

Or, la recherche sur les marchés de capitaux montre que différents groupes de valeurs suivent différents cycles de performance. Par exemple, dans les marchés actions, on distingue les actions ayant des caractéristiques de croissance, ou «Growth», des actions à la rentabilité plus cyclique, moins prévisible à court terme, ayant des caractéristiques de sous-évaluation, ou «Value», des actions différentes suivant leurs tailles de capitalisation (petites ou grandes valeurs). Les gestionnaires actions développent à leur tour des «styles de gestion» qu'ils mettent en œuvre dans leur processus d'investissement. Ils arrêtent ainsi une philosophie d'investissement, une conviction sur le type de valeurs qui est le plus susceptible de surperformer le marché sur un horizon donné, et orientent toute leur recherche vers la détec-

tion des meilleures idées d'investissement dans ce type de valeurs.

Mais les performances des styles sont très cycliques, dépendant largement de facteurs économiques et exogènes aux marchés eux-mêmes, comme les afflux de capitaux, par exemple, qui favorisent actuellement les grandes valeurs. Ils sont très difficilement prévisibles. Sur les dix dernières années, aux Etats-Unis, il n'y a eu que deux années consécutives (1989 et 1990) où ce sont les mêmes caractéristiques de valeur (Grandes valeurs de croissance) qui ont surperformé l'indice général (et de manière très substantielle, 15 % pour l'effet taille et 10 % pour l'effet croissance). Ainsi, même les meilleurs gestionnaires doivent affronter des périodes où leur style de gestion est en décalage par rapport au cycle du marché.

#### LE CHOIX DE LA COMPLÉMENTARITÉ

Dès lors le choix pour l'investisseur est simple : accepter le risque d'une performance très volatile avec un seul gestionnaire ayant un style de gestion prononcé, avec des périodes de sur et de sous-perfor-

mance, ou bien rechercher une sur-performance régulière à travers une diversification des styles de gestion et des sociétés de gestion. C'est ce que cherchent à réaliser les Fonds multi-styles, multi-gérants, développés par Russell depuis 1980. En combinant des gestionnaires talentueux ayant des styles de gestion complémentaires, il est possible de contrôler l'impact de risques non voulus liés aux styles de gestion, tout en améliorant la régularité de la performance, et sans sacrifier l'espoir de sur-performance par rapport à l'indice. La sur-performance attendue est ainsi indépendante des cycles économiques et de marché. Elle provient du choix des meilleurs spécialistes dans chaque style de gestion.

Une étude récente que nous avons réalisée montre clairement la valeur ajoutée de la multigestion, et ce à deux niveaux : la sélection des gérants et la construction des portefeuilles. Ainsi, sur dix ans, les portefeuilles d'actions et d'obligations américains obtenus par simulation sur-performent leur indice de référence dans 99 % des cas. En moyenne, un portefeuille 60 % actions/40 % taux de gérants recom-

mandés par Russell sur-performe son indice de 87 points de base par an. Mais une combinaison de Fonds Russell multi-styles multi-gérants existants sur-performe de 142 points de base par an !

Les performances réalisées par les Fonds multi-styles, multi-gérants montrent que la diversification des styles et des gérants est une nouvelle façon d'améliorer le couple rentabilité-risque du portefeuille d'un investisseur. Ils constituent une avancée dans l'industrie de la gestion de capitaux, la recherche de la performance au plus faible risque étant une entreprise à trois niveaux : la diversification des placements (actions, obligations, monétaire) choisie par l'investisseur, la diversification des styles mise en œuvre dans des fonds pour contrôler le risque, la diversification des gestionnaires pour rechercher la meilleure performance. ■

## Les styles de gestion dans le monde

Les différents marchés ont différents facteurs de performance, qui conduisent à des styles de gestion. Aux Etats-Unis, il existe quatre grands groupes de gestionnaires actions : les *Growth*, *Value*, *Large et Small Cap managers*. Au Royaume-Uni on retrouve la même approche. L'analyse des sociétés de gestion en actions japonaises montre en revanche que la différence se fait plus dans leur attitude vis-à-vis des choix sectoriels. Il existe donc

deux principaux groupes de gestionnaires, ou deux styles de gestion : ceux qui minimisent les paris sectoriels par rapport à l'indice (notamment sur les valeurs financières) et ceux qui au contraire, au prix d'un risque beaucoup plus élevé, suivent une approche agressive dans l'allocation sectorielle de leurs portefeuilles. Les erreurs se paient cher.

En Europe continentale, les concepts de styles de gestion n'ont fait leur apparition que

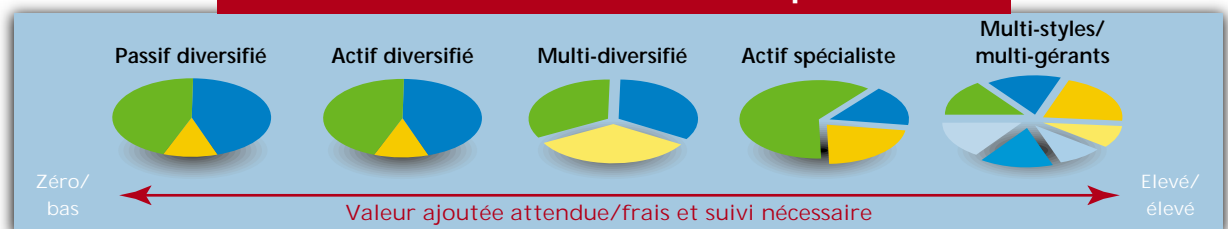
depuis peu. Cela tient en particulier à l'absence d'indices *Value/Growth* sur ces marchés, et à la faible taille de tout échantillon reposant sur un seul pays européen donné. Néanmoins, l'idée prend tout son sens avec la création à court terme d'un grand marché unifié, plus large (ce qui est bon d'un point de vue statistique) et plus homogène : le lancement de Fonds multi-styles, multi-gérants sur l'Europe continentale est là pour le prouver.

## La Société générale mise sur la multigestion

La Société générale Asset Management (SGAM) et Frank Russell se sont associés depuis mai 1998 au sein d'un partenariat 50/50, SG/Russell Asset Management. L'objectif de cette nouvelle entité de gestion est de développer et commercialiser en Europe continentale une gamme de fonds sur le principe de la gestion multi-styles, multi-gérants, complémentaire de la palette de produits déjà offerts par SGAM. La Société générale devient ainsi, par le biais de sa filiale de gestion, la première grande banque européenne à se positionner sur le marché de la multigestion – ce qui lui permet, entre autres, de donner accès à l'ensemble de

ses clients à des gestionnaires du monde entier, en général réservés aux investisseurs institutionnels, n'acceptant souvent que des mandats de gestion (et ne commercialisant donc pas de fonds de placement), et étant pour certains aujourd'hui fermés à d'éventuelles souscriptions additionnelles. La gamme SG/Russell compte aujourd'hui 8 fonds. Les 4 premiers lancés en juillet représentent des actifs de près de 2 milliards de francs. L'offre s'enrichira dès le 1<sup>er</sup> trimestre 1999 de deux fonds (actions paneuropéennes et obligations de la zone euro), destinés à la fois à la clientèle de particuliers et aux institutionnels, français et européens.

## Les différentes combinaisons possibles



Ces graphiques couvrent le spectre complet des combinaisons en matière de choix de gérants. Les structures vont des combinaisons passives (indicielles) à faible coût/faible suivi nécessaire, aux structures combinant plusieurs gérants spécialisés par classe d'actifs pour

finir par les plus sophistiquées, multi-styles, multi-gérants à coût plus élevé/suivi nécessaire important, dont le but est de procurer de la valeur ajoutée avec un faible risque de sous-performance. Chacune des structures a évidemment ses avantages et ses limites.