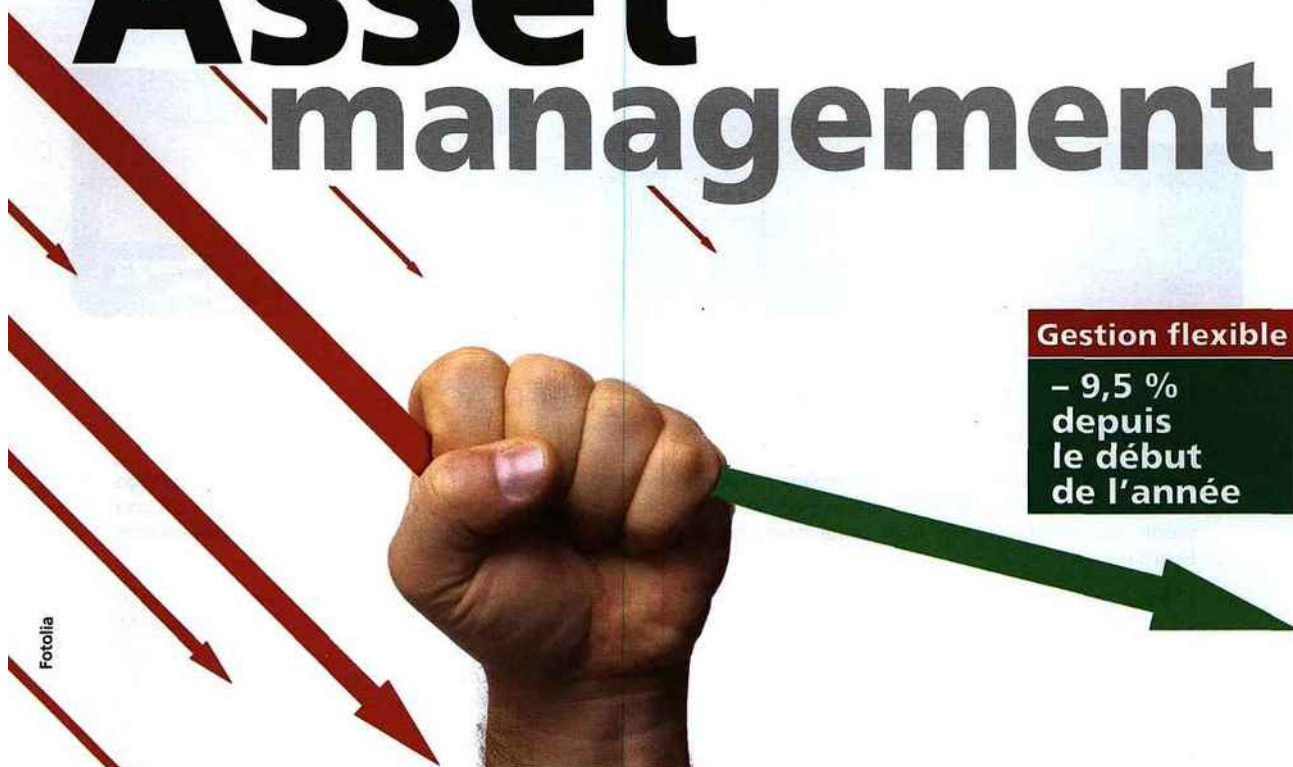


Asset management



Gestion flexible
- 9,5 %
depuis
le début
de l'année

L'ÉVÈNEMENT

Les fonds flexibles peinent à protéger le capital des souscripteurs

Dans un contexte de marché particulièrement hostile, les fonds flexibles sont parvenus à délivrer des rendements moins négatifs que le marché. Rares sont toutefois ceux qui ont évité les pertes en capital.

La gestion flexible a commencé à intéresser les investisseurs institutionnels après la crise de 2008 et surtout après le rebond opéré par les marchés en 2009, car elle a souvent fait la preuve, durant cette période, de sa capacité à se comporter de façon asymétrique par rapport à l'évolution des marchés. Pour autant, est-ce encore le cas depuis cet été, tandis que les marchés adoptaient un comportement erratique et donc sans tendance nette ? Afin d'analyser le comportement de ce type de gestion qui permet aux gérants d'investir quand ils le souhaitent sur les classes d'actifs les plus intéressantes, Morningstar a établi pour *Option Finance* un classement des fonds

de la catégorie mixte euro flexible commercialisés en France. Il s'agit donc de tous les fonds investis de façon flexible dans des titres émis par des émetteurs de la zone euro. D'après ce classement, depuis le début de l'année, les fonds flexibles se sont mieux comportés que les marchés actions. Ainsi, les dix premiers du classement sont-ils parvenus à offrir une performance très légèrement positive entre le début de l'année et le 25 octobre. Les performances du top 10 se situent dans une fourchette comprise entre 5,87 % pour un fonds géré par ENEA Investment Management et 0,02 % pour un fonds géré par Axa Investment Managers (IM) (voir tableau). Parmi les acteurs qui se distinguent, on peut trouver à la fois

des petites sociétés de gestion comme Acofi Gestion, mais aussi des plus grandes comme Axa IM. Si les performances enregistrées par les fonds classés au-delà de la dixième position sont ensuite négatives, elles restent très souvent inférieures à la baisse des marchés actions. Il faut ainsi attendre le 115e fonds pour constater une performance négative de plus de 10 %, tandis que les marchés actions de la zone euro ont, plongé bien davantage, l'indice l'Eurostoxx 50 ayant perdu par exemple 20,42 % de sa valeur entre le 3 janvier et le 1er novembre 2011. Si l'on se réfère à la moyenne des fonds, la performance est négative depuis le début de l'année et ressort à - 9,06 %. Elle est également négative sur un an, de - 6,94 %.

Des tendances difficiles à distinguer

Si l'on se réfère maintenant à la période de l'année durant laquelle les marchés ont été le plus agités, seuls trois fonds parviennent à afficher une performance positive, selon une autre étude effectuée par la société de conseil et d'analyse Quantalys. Celle-ci repose sur une base de données plus réduite, comprenant 70 fonds flexibles répertoriés au sein d'un observatoire de la gestion flexible. Entre le 1^{er} juillet et le 30 septembre 2011, le fonds phare de Carmignac Gestion, à savoir Carmignac Patrimoine, arrive en tête de l'observatoire de la gestion flexible de Quantalys avec une performance de 2,64 %. Il est suivi par un fonds de Palatine Asset Management, Palatine Absolutement, dont la performance est, sur la période, de 1,43 %. Ce fonds, il faut le souligner, est aussi le seul du panel à être légèrement positif depuis le début de l'année, à 0,14 %. Le troisième fonds ayant dégagé une performance positive cet été est un fonds de Seven Capital Management, Seven World Asset Allocation. Ce second classement montre aussi une bonne résistance – même si leur performance est négative durant l'été – des fonds flexibles gérés par CPR Asset Management, dont



Philippe Maupas,
associé et directeur
du développement,
Quantalys

«La gestion flexible possède un objectif explicite ou implicite, celui de protéger le capital quand les marchés actions baissent.»

trois figurent dans le top 10 du palmarès de Quantalys. Si la gestion flexible a fait mieux que les marchés actions, on peut aussi constater à travers ces deux classements que les fonds qui ont réussi à protéger le capital de leurs souscripteurs sont assez rares. En ce sens, la gestion flexible a plutôt déçu. «La gestion flexible possède un objectif explicite ou implicite, celui de protéger le capital quand les marchés actions baissent, précise Philippe Maupas, associé et directeur du développement de Quantalys. Ce contrat n'a pas été rempli par beaucoup de fonds depuis cet été.»

Parvenir à obtenir des rendements positifs apparaît en effet bien difficile, dans le contexte actuel de marché. «La gestion flexible arbitre entre des actifs à risque et une poche d'actifs non risqués en fonction d'un scénario de marché, explique Julien Lobel, associé chez 99Partners

Trois fonds ont délivré une performance positive cet été

Fonds	Code ISIN	Société de gestion	Performance du 01/07/11 au 30/09/2011	Performance du 01/01/11 au 30/09/2011
Carmignac Patrimoine A Eur	FR0010135103	Carmignac Gestion	2,64 %	- 2,08 %
Palatine Absolutement (A)	FR0007070982	Palatine Asset Management	1,43 %	0,14 %
Seven World Asset Allocation Fd li P (C)	FR0010420000	Seven Capital Management	0,37 %	- 0,63 %
CPR Reflex Cible 50 P	FR0010675637	CPR Asset Management	- 0,34%	- 3,04 %
CPR Croissance Reactive P	FR0010097683	CPR Asset Management	- 0,41 %	- 2,00 %
CPR Reflex Cible 100 P	FR0010675645	CPR Asset Management	- 1,25 %	- 6,09 %
Swan Patrimoine	FR0010729087	Swan Capital Management	- 1,35 %	- 7,02 %
Primonial Strategie Vivacite (C)	FR0000444002	Primonial Asset Management	- 3,54 %	- 7,93 %
LFP Allocation P	FR0010225052	La Française des Placements	- 3,84 %	- 2,57 %
CCR Flex Patrimoine R	FR0010626291	CCR Asset Management	- 3,99 %	- 5,25 %
Acofi Flexible 0-80 A (C)	FR0010779967	Acofi Gestion	- 4,48 %	- 2,33 %
Dorval Convictions P	FR0010557967	Dorval Finance	- 4,88 %	- 6,88 %
Diamant Bleu Lfp P	FR0010606178	Diamant Bleu Gestion	- 5,18 %	- 4,81 %
Neuflize Optimum C (C)	FR0010362863	Neuflize Private Assets	- 5,28 %	- 6,66 %
Dorval Convictions Pea	FR0010229187	Dorval Finance	- 5,69 %	- 8,77 %

Advisory. Aujourd'hui, les actifs qui étaient jusqu'à présent considérés comme non risqués, à savoir les obligations souveraines, sont devenus des actifs à risque, voire à haut risque pour certaines signatures. Cela a beaucoup perturbé les gérants flexibles qui doivent revoir les fondamentaux de leurs modèles.» Qui plus est, il n'a pas été facile, dans ce contexte, de distinguer de vraies tendances. «Les fonds flexibles ont traversé une période très délicate car, de façon générale, ils ont plutôt une appétence pour capter des tendances, explique Alexandre Hezez, responsable de la gestion chez Convictions Asset Management. Les fonds qui possèdent de fortes convictions, et qui les ont conservées, ont beaucoup souffert.» Enfin, à cela s'ajoute le fait que les fonds qui traditionnellement possèdent une poche actions importante ont eu du mal à couper leurs positions début août.

Une période difficile pour les fonds discrétionnaires

On peut ainsi distinguer, à la lumière de la crise, deux types de comportement et deux grandes familles parmi les fonds flexibles. «Schématiquement, les fonds qui possèdent une approche discrétionnaire fondée sur l'anticipation des gérants quant à l'évolution des marchés n'ont pas réussi à protéger le capital des investisseurs, à quelques exceptions près, dont le fonds phare de Carmignac Gestion, Carmignac Patrimoine, précise Philippe Maupas. Par contre, les fonds dont la méthode de gestion repose sur des contraintes en matière de volatilité ont bien mieux réagi car ils ont dû couper leurs expositions aux marchés actions assez rapidement.» C'est le cas de façon générale pour les fonds qui se rapprochent en termes de méthodes des fonds de performance absolue. «Les fonds de performance absolue ont mieux réagi aux mouvements erratiques que connaissent les marchés depuis cet été car ils ont des budgets de risque moins élevés et ont modifié assez rapidement leur allocation



Jean-François Descaves, président et directeur de la gestion, Financière de Champlain

«Au mois de juin, nous avons réduit notre exposition actions entre 10 et 20 % de notre actif, ce qui nous a permis d'amortir la baisse d'août. Ensuite, nous l'avons relevée au maximum, anticipant un rebond technique.»

d'actifs dès que la volatilité a fortement augmenté», explique Julien Lobel.

En analysant plus précisément quelques fonds qui ont fait mieux que la moyenne, on peut constater que, si les méthodes utilisées sont assez différentes, ils se caractérisent tous par une grande prudence. Parmi les fonds systématiques, le fonds FCOM diversifiés Vol 4 proposé par FinanceCom affiche depuis cet été de bons résultats. Ce fonds arbitre entre les actions internationales, les obligations internationales et les actions émergentes. «Une des raisons majeures de nos bonnes performances est que notre fonds n'est pas fondé sur nos anticipations de marché, mais repose sur un modèle suiveur de tendance,

Les 15 meilleurs fonds flexibles depuis le début de l'année.

Nom	ISIN	Société de gestion	Perf. depuis le début de l'année (01/01/2011 au 25/10/2011)	Rang	Perf. sur 1 an 26/10/2010 25/10/2011
ENE Diversified & Multistrategy EUR	LU0420115767	Enea Investment Mnt S.A. (CH)	5,89	1	6,20
Ecofi Opportunités Spéciales	FR0010227579	Ecofi Investissements	3,31	2	3,45
Cogitam T10 Diversifié C	FR0010721274	Cogitam	2,83	3	3,10
Oddo Allocation Tactique A	FR0010303891	Oddo Asset Management	2,27	4	2,30
Reactor 7 SICAV	LU0328405666	Hottinger & Cie	2,05	5	7,20
Putnam Total Return M	IE00B16D6Z69	Putnam Investments (Ireland) Limited	1,86	6	2,33
Acofi Actions Equilibre A	FR0010779967	Acofi Gestion	0,53	7	3,44
BSO Investissement I	FR0007486139	Saint Olive Gestion	0,26	8	0,65
Foncaixa LPX Dinamico 3 A/I	FR0010398917	Lyxor International Asset Management	0,15	9	0,57
AXA Balanced Theme I	FR0010225102	AXA Investment Managers Paris S.A.	0,02	10	0,00
Champlain Opportunité	FR0010271619	Financière de Champlain	-0,38	11	2,54
Stock Picking France	FR0000401168	Jousse Morillon Investissement	-0,61	12	-0,97
BourSICAV	FR0000299570	BNP Paribas Asset Management	-0,62	13	-0,88
Ofi Palmarès Alpha Drive XL	FR0010008987	OFI Asset Management	-0,71	14	0,56
FCOM Diversifié Vol 4 I	FR0010718486	FinanceCom Asset Management	-1,02	15	-0,80

Morningstar

précise Jean-Marc Divoux, gérant chez FinanceCom Asset Management. Quand il n'y a pas de tendances claires et que la volatilité est élevée, nous sortons des marchés et coupons nos expositions. Le fonds est ainsi essentiellement investi depuis début août en monétaire et en obligataire. Nous sommes passés d'une exposition de 30 % de l'actif en actions fin juillet à 3 % début août.» Le gérant peut faire varier très rapidement son niveau d'exposition car il utilise pour cela des futures. «Nous pilotons notre exposition par le biais de futures car ces derniers disposent d'un marché très liquide et de frais d'exécution très faibles», poursuit Jean-Marc Divoux.

Une prime à la prudence

Toujours dans la catégorie des fonds systématiques, les fonds de la gamme Quadrim d'Edmond de Rothschild Investment Managers, dont Quadrim 4 qui se rapproche plutôt d'un fonds de performance absolue, possèdent également une optique prudente. «Nous appliquons une discipline très stricte dite de "stop loss" qui consiste à couper les stratégies dès qu'elles dépassent un niveau de pertes prédéterminé, précise Benjamin Melman, gérant de Quadrim 4. Qui plus est, nous nous interdisons de revenir sur cette stratégie pendant trois mois. Nous avons en portefeuille entre dix et quinze stratégies d'origines différentes, certaines étant discrétionnaires, d'autres issues de modèles quantitatifs, et nous modifions notre exposition grâce à des futures.» Le fonds possède un objectif de performance régulière. «Depuis la création du fonds en quatre ans, nous avons fait bien mieux que le monétaire sur trois années et, en période de stress sur les marchés, nous avons enregistré bien plus souvent des performances positives que négatives», poursuit Benjamin Melman. Parmi les fonds discrétionnaires qui ont plutôt maintenu le cap récemment, on peut citer le fonds de la Financière de Champlain, Champlain Opportunités. «Il s'agit d'un fonds très opportuniste et très réactif qui peut faire varier très rapidement son exposition actions

Gestion flexible et performance absolue se recourent parfois

La gestion flexible au sens strict consiste à arbitrer entre les différentes classes d'actifs (actions, obligations et monétaire) afin de tirer profit de façon dynamique des différentes phases de marché. Le comportement de cette gestion peut être qualifiée de ce fait d'asymétrique, c'est-à-dire qu'elle doit permettre d'atténuer les phases de baisse des marchés, voire de protéger pendant ces périodes le capital des souscripteurs, comme de bénéficier des hausses de marché, mais dans une mesure moindre. Elle se rapproche en cela des méthodes de gestion en performance absolue qui ont un objectif de performance affiché – en général, le rendement de l'Eonia plus un objectif de surperformance par rapport à l'Eonia qui peut être différent selon les fonds – et doit protéger le capital des souscripteurs. Les deux méthodes sont d'ailleurs souvent confondues, car tous les fonds flexibles ne consistent pas à piloter de façon discrétionnaire les différentes classes d'actifs. Certains vont utiliser la modélisation et agir de façon systématique, d'autres ou les mêmes vont faire appel aux futures ou à des produits complexes pour faire varier leur niveau d'exposition. De ce fait, et cela est souvent insuffisamment souligné par les gérants, les fonds flexibles peuvent avoir ainsi des profils de risque très différents, allant des plus prudents, qui vont alors se rapprocher de l'univers des fonds de performance absolue, aux profils plus agressifs privilégiant la poche actions.

entre 0 et 50 %, précise Jean-François Descaves, président et directeur de la gestion de la Financière de Champlain. Au mois de juin, nous avons réduit notre exposition actions entre 10 et 20 % de notre actif, ce qui nous a permis d'amortir la baisse d'août. Ensuite, nous l'avons relevée au maximum, anticipant un rebond technique. En ce qui concerne la poche actions, nous privilégions les valeurs de rendement, mais aussi en fonds de portefeuille les valeurs que nous connaissons bien dans le secteur de la santé et de l'environnement. Nous n'hésitons pas à faire des allers-retours rapides pour saisir des opportunités. Le reste du portefeuille a été investi dans des actifs monétaires.»

On le constate à travers ces exemples, face à cet univers particulièrement hétérogène, comment choisir un fonds, et cela d'autant plus que les catégories flexibles et performance absolue se confondent souvent ? Pour les spécialistes, il faut analyser le comportement des fonds pendant les périodes de grand stress sur les marchés. «Un des indicateurs les plus pertinents pour sélectionner un fonds est celui de la perte maximale enregistrée pendant les périodes de baisse des marchés, précise Philippe Maupas. Un fonds qui aurait perdu plus de 10 % de son capital ne pourra être retenu par un investisseur qui a une forte aversion au risque.» Un autre indicateur à prendre en compte est la volatilité. «Quelques fonds flexibles, mais ils ne sont pas très nombreux, se fixent des contraintes maximales en termes de volatilité, poursuit Philippe Maupas. Par conséquent, ils auront tendance à couper leurs positions assez rapidement et à mieux réagir en période de stress.» Enfin, il ne faut pas oublier que les marchés vivent actuellement une période anormale, par conséquent, il faut aussi prendre en compte les performances à moyen long terme. ■ Sandra Sebag

Rang	Perf. sur 3 ans 26/10/2008 25/10/2011	Rang	Perf. sur 5 ans 26/10/2006 25/10/2011	Rang
2				
3	- 4,34	135	- 18,72	81
5				
8				
1	- 5,12	136		
7	63,74	2	30,48	2
4				
11	18,03	49	9,30	8
12	10,96	85		
16	4,76	111	2,01	23
6	- 0,84	131	- 37,84	104
24	33,74	11		
22	1,67	125	4,62	19
13	13,78	68	6,61	14
21				