

MOISSON Jean-Christophe
MASTER 1 MASS

Méthodes et principes de gestion de portefeuille benchmarkée

Introduction

I. Les fondements théoriques de la gestion d'actifs

- A. Notions fondamentales et définitions :**
 - ii) **Equilibre**
 - iii) **Absence d'opportunités d'arbitrage (AOA)**
 - iv) **Efficiency et anticipations rationnelles**
- B. La théorie moderne du portefeuille selon Markowitz**
 - i) **La diversification**
 - ii) **Les hypothèses**
 - iii) **Le critère Espérance-Variance**
 - iv) **La frontière efficiente**
- C. Le Modèle d'Equilibre des Actifs Financiers (MEDAF) ou Capital Asset Pricing Model CAPM**
 - i) **Le MEDAF : le modèle de base**
 - ii) **Les limites du modèle MEDAF**
- D. Le Modèle d'Evaluation par Arbitrage (MEA) ou Arbitrage Pricing Theory (APT)**
 - i) **Portefeuille d'arbitrage :**
 - ii) **Tests empiriques du MEA**
 - iii) **Difficultés pratiques**
- E. Conclusion**

II. La gestion de portefeuille benchmarkée

Introduction

A. Les différentes classes d'actifs financiers

i) Les actifs financiers traditionnels

1) Les valeurs mobilières

- a) Les Actions
- b) Les Obligations
- c) Parts d'[OPCVM](#)

2) Les titres de créance négociables

ii) Les produits dérivés financiers

1) « Ferme »

- a) Les Forwards
- b) Futures
- c) Swaps

2) Optionnels

- a) Options
- b) Warrants

iii) Autres actifs

B. La théorie de la gestion Benchmarkée

i) Définition

ii) Gestion benchmarkée et efficacité des marchés

iii) La gestion active

iv) La gestion indicielle

v) La mesure de risque d'une gestion benchmarkée : Le tracking error

vi) Classification des différents types de gestion suivant les niveaux de Tracking Error

vii) L'attribution de performance

viii) Comment mesurer le market timing

- C. Les différentes gestions**
- i) **La gestion par thèmes**
 - 1) **La gestion actions**
 - 2) **La gestion de produits de taux**
 - 3) **La gestion diversifiée**
 - 4) **La gestion sectorielle**
 - ii) **Définition de différents types de gestions spécifiques de portefeuilles**
 - 1) **La gestion quantitative**
 - a) **La gestion indicielle (passive)**
 - b) **La gestion quantitative (active)**
 - 2) **Le stock picking (ou sélection de valeurs ou bottom-up)**
 - a) **stock picking “growth”**
 - b) **stock picking “value”**
 - 3) **Top Down**

Conclusion

- D. La Gestion alternative**
- i) **Définition**
 - ii) **Types d'actifs utilisés dans les portefeuilles alternatifs**
 - iii) **Les outils de la gestion alternative**
 - iv) **Les stratégies**
 - v) **Avantages et inconvénients de la gestion alternative**

III. Différents exemples concret de gestion benchmarkée

A. Introduction SICAV & FCP

B. Exemples

- i) **AGF Foncier**
- ii) **Etoile USA 500**
- iii) **Finance Reaction**
- iv) **Generali Croissance Europe**
- v) **Dorval Manageurs**
- vi) **New Internet Europe**
- vii) **Brongniart Avenir**

Conclusion

Bibliographie

Introduction

La gestion benchmarkée n'est qu'une méthode de gestion parmi d'autre, celle-ci s'appuie sur un indice de référence pour le suivre ou le battre. La gestion benchmarkée a été conçue grâce à des fondements théoriques de gestion d'actifs que nous étudierons dans un premier chapitre. Ce premier chapitre exposera les notions fondamentales telles que la théorie moderne du portefeuille, et les modèles qui en découlent comme Le Modèle d'Equilibre des Actifs Financiers (MEDAF) et Le Modèle d'Evaluation par Arbitrage (MEA).

Une fois les fondements expliqués nous évoquerons précisément la gestion de portefeuille benchmarkée à travers les différentes classes d'actifs que peut contenir un portefeuille. Ensuite nous aborderons la théorie de la gestion benchmarkée, et nous ferons un panorama des différents types de gestion benchmarkée. Nous concluons ce chapitre avec une parenthèse sur la gestion alternative pour avoir une autre idée de la gestion de portefeuille. Nous finirons sur un chapitre comportant plusieurs exemples de FCP ou SICAV (termes qui seront définies dans un premier temps) qui reprendront les différents types de gestion vu au deuxième chapitre.

Et pour finir nous concluons ce mémoire par une vue globale de la gestion benchmarkée et sa place dans la finance moderne.

IV. Les fondements théoriques de gestion d'actifs

A. Notions fondamentales et définitions :

i) Equilibre

Un marché est dit en équilibre si l'offre est égale à la demande. Cet équilibre s'obtient grâce à l'ajustement des prix. Dès lors, sur un marché financier en équilibre et suffisamment liquide, tout opérateur trouvera une contrepartie acceptant de traiter au prix du marché. L'équilibre est dit « compétitif » si aucun opérateur n'a de poids relatif suffisant pour peser sur les prix. Ainsi sur un marché « compétitif » tout agent peut acheter ou vendre des quantités arbitraires au prix du marché alors qu'il ne trouvera aucun vendeur acceptant un prix inférieur.

ii) Absence d'opportunités d'arbitrage (AOA)

En théorie financière, l'arbitrage est une opération qui n'implique aucune mise de fonds et qui n'engendre que des flux de trésorerie positifs ou nuls (positifs dans certains cas mais en aucunes façons négatifs).

L'existence d'opportunité d'arbitrage sur un marché est incompatible avec l'équilibre de celui-ci. En effet, l'opportunité d'arbitrage déclenche une offre et une demande d'une amplitude incompatible avec l'équilibre. En revanche un marché exempt d'opportunité d'arbitrage n'est pas nécessairement en équilibre. La condition d'équilibre est donc plus « forte » que celle d'absence d'arbitrage bien que cette dernière conduise, dans de nombreux contextes, à des modèles comme l'actualisation, le MEA ..., et constitue la pierre angulaire de la théorie financière moderne.

iii) **Efficiences et anticipations rationnelles**

L'équilibre d'un marché peut éventuellement résulter d'offres et de demandes émanant d'opérateurs irrationnels et/ou mal informés. Dans de telles conditions, le prix d'équilibre n'incorpore pas nécessairement toutes les informations potentiellement disponibles et joue mal son rôle dans l'allocation des ressources.

Eugène Fama a donné au concept d'efficacité son acceptation actuelle. D'après ce dernier « le marché est efficace quand, à chaque instant, les prix incorporent toute l'information pertinente et disponible. »

On considère trois formes d'efficacités :

- L'efficacité faible est celle d'un marché dont les prix incorporent à chaque instant le seul historique des prix passés. Dans un marché faiblement efficace, les opérateurs ne peuvent tirer parti de la connaissance de la chronique des prix passés pour réaliser des profits « anormaux » (les prix de marché en $t-1$ n'incorporent pas correctement toute l'information disponible pertinente à la prévision des prix futurs.) et systématiques.
- L'efficacité semi forte est celle d'un marché dont les prix incorporent à chaque instant non seulement la chronique des prix passés mais également toutes les informations pertinentes rendues publiques (bénéfices, projets d'investissement, dividendes...). Dans un marché possédant cette forme d'efficacité, les opérateurs ne peuvent tirer parti d'informations publiques pour réaliser des profits anormaux car les prix s'ajustent quasi-instantanément dès qu'une information pertinente est annoncée.
- L'efficacité forte est celle qui caractérise un marché dont les prix incorporent toute l'information disponible, qu'elle ait été rendue publique ou non. Sur un tel marché, l'information privilégiée est très rapidement incorporée dans les prix d'équilibre et les profits d'initiés pratiquement inexistantes.

Les trois hypothèses d'efficacité ont été mises en cause sur les plans théorique et empirique. L'efficacité forte est la plus contestée, non seulement elle paraît réfutée par nombre d'affaires d'initiés qui défrayent régulièrement les chroniques financières, mais encore elle est en butte à des arguments théoriques. Un premier argument est connu sous le nom de « paradoxe de Grossman et Stiglitz » : si les prix reflétaient à tout instant toute information privilégiée (dont on ne pourrait donc pas tirer parti), il ne serait pas rentable d'élaborer quelque information coûteuse que se soit. A la limite, toute information étant coûteuse, les prix ne pourraient rien révéler et aucun équilibre ne pourrait même être atteint !

Jensen a répondu à cette objection via une nouvelle définition de l'efficacité : « dans un marché efficace, toute stratégie fondée sur des prévisions dégage un profit nul ». Autrement dit, les analystes financiers qui sont à l'affût des dernières informations concernant les sociétés qu'ils étudient, reçoivent celles-ci avant le reste du marché et sont en mesure d'en

tirer un profit brut. Celui-ci est toutefois juste suffisant pour couvrir leurs couts. Par rapport à la définition de Fama, celle de Jensen présente l'avantage non seulement de résoudre le paradoxe de Grossman-Stiglitz mais aussi d'être opérationnelle.

De nombreux travaux ont testé l'efficience des marchés (Les tests classiques de l'efficience des marchés, les tests de volatilité, les bulles spéculatives...) ceux-ci laisse planer le doute sur l'efficience es marchés et parfois révèlent des possibilités de gains anormaux. Il parait cependant excessif de rejeter l'hypothèse d'efficience car même si des anomalies existent-elles sont difficilement exploitables. Une attitude plus raisonnable consiste donc à estimer que, si l'efficience parfaite n'existe pas, la plupart des marchés s'en approchent fortement. Il parait donc plus approprié d'adopter des méthodes fondées sur l'hypothèse d'efficience.

B. La théorie moderne du portefeuille selon Markowitz

L'idée de Markowitz dans sa gestion de portefeuille est simplement de panacher celui-ci d'une façon telle qu'on n'y fait pas de choix incohérents, conduisant par exemple à panacher des actions A et des actions B pour obtenir un couple revenu/risque moins bon à coût égal que ce qu'auraient procuré par exemple des actions C. C'est ainsi qu'apparaît la diversification du portefeuille.

i) La diversification

Un investisseur peut réduire le risque de son portefeuille simplement en détenant des actifs qui ne soient pas ou peu positivement corrélés, donc en diversifiant ses placements. Cela permet d'obtenir la même espérance de rendement en diminuant la volatilité du portefeuille. C'est ce qu'on appelle la diversification.

Toutes les hypothèses que nous allons voir maintenant ont été définies plus haut.

ii) Les hypothèses

- les marchés d'actifs financiers sont efficients C'est l'hypothèse d'efficience du marché selon laquelle les prix et rendements des actifs sont censés refléter, de façon objective, toutes les informations disponibles concernant ces actifs.
- les investisseurs sont averses au risque : ils ne seront prêts à prendre plus de risques qu'en échange d'un rendement attendu supérieur. À l'inverse, un investisseur qui souhaite améliorer la rentabilité de son portefeuille doit accepter de prendre plus de risques. L'équilibre risque/rendement jugé optimal dépend de chaque investisseur : on accepte plus volontiers de risquer quelques millions quand on dispose de quelques milliards que quand ce n'est pas le cas.
- les marchés sont en équilibre compétitif.

- Absence d'opportunité d'arbitrage : Impossibilité de l'existence d'opportunité d'arbitrage dans un marché en équilibre.
- Anticipations rationnelles (Efficience faible, Efficience semi-forte, Efficience forte).

iii) Le critère Espérance-Variance

-On suppose généralement que la préférence de l'investisseur pour un couple risque / rendement peut être décrite par une fonction d'utilité quadratique.

-De plus, les évolutions du marché sont supposées suivre une distribution symétrique (loi Normale). Par conséquent, seul le rendement attendu (l'espérance de gain) et la volatilité (écart-type) sont les paramètres examinés par l'investisseur. Ce dernier ne tient pas compte des autres caractéristiques de la distribution des gains, comme son asymétrie ou même le niveau de fortune investi.

Rendement attendu (espérance) :

$$E(R_p) = \sum_{i=1}^n w_i E(R_i)$$

R_i : Rentabilité de l'actif i

W_i : Proportion d'un actif risqué i

Variance du portefeuille :

La variance du portefeuille est la somme des produits des poids w_i de chaque couple d'actifs par leur covariance

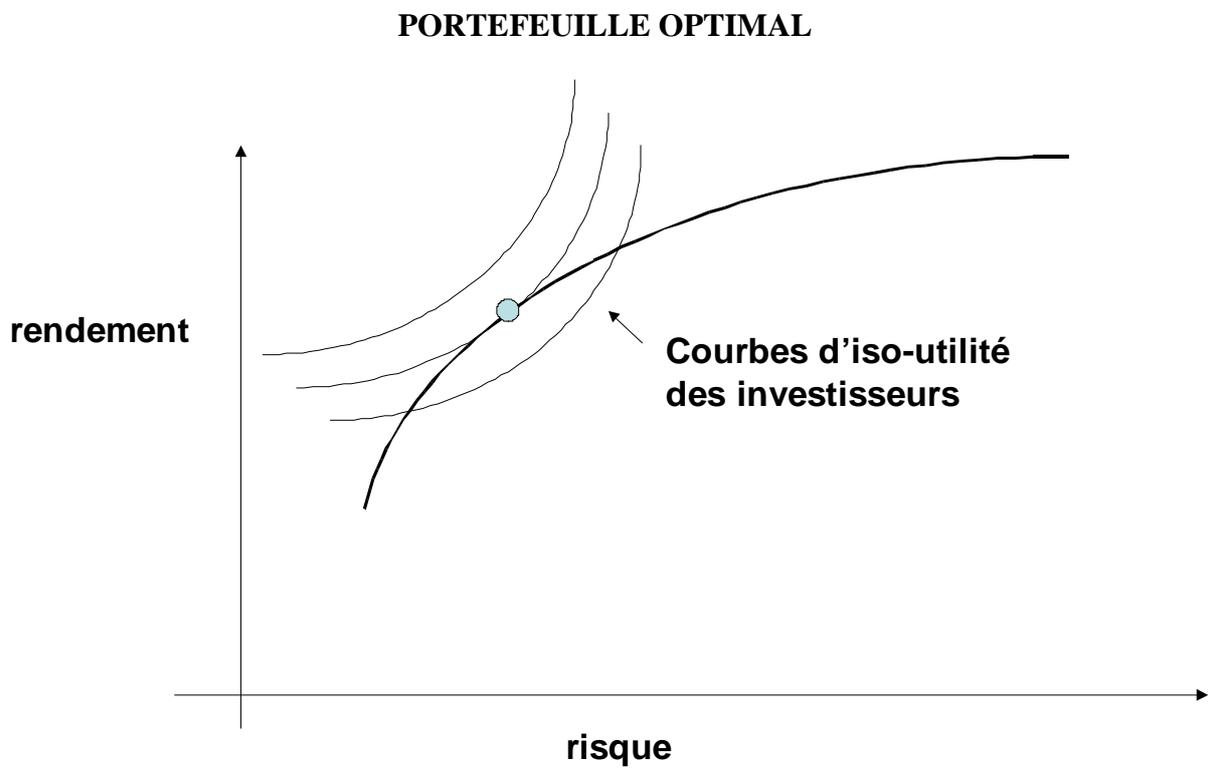
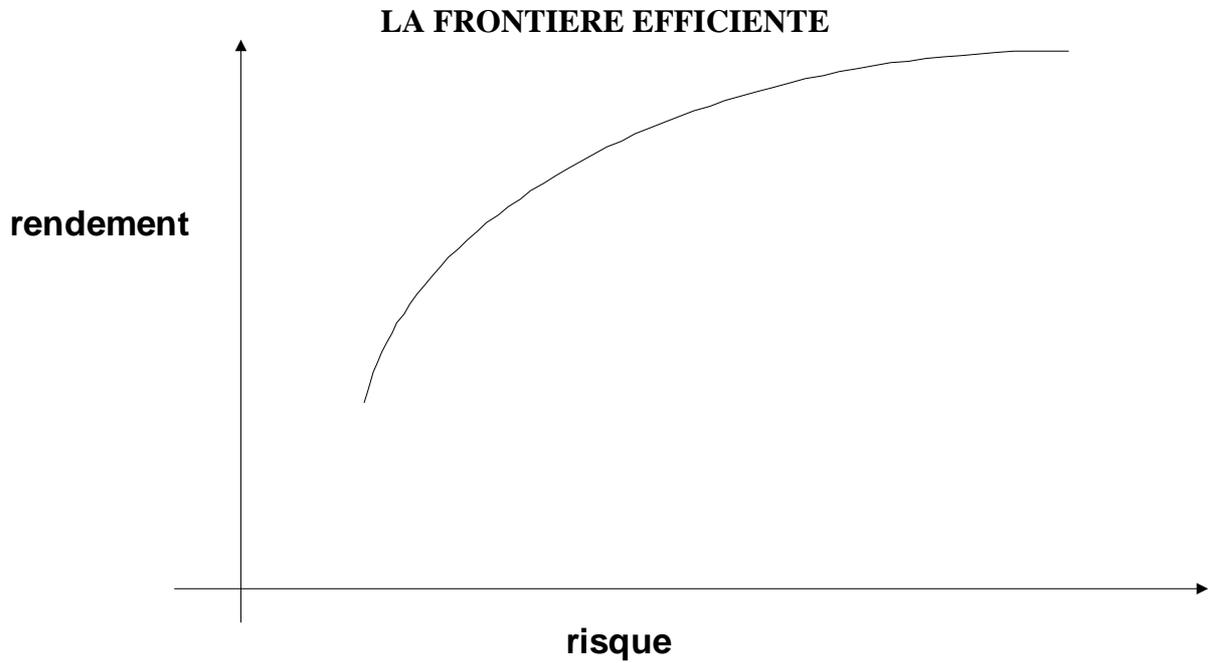
$$\sigma_p^2 = \sum_{i=1}^n \sum_{j=1}^n w_i w_j \sigma_{ij} = \sum_{i=1}^n \sum_{j=1}^n w_i w_j \sigma_i \sigma_j \rho_{ij}$$

iv) La frontière efficiente

Chaque couple possible d'actifs peut être représenté dans un graphique risque/rendement. Pour chaque rendement, il existe un portefeuille qui minimise le risque. À l'inverse, pour chaque niveau de risque, on peut trouver un portefeuille maximisant le rendement attendu. L'ensemble de ces portefeuilles est appelé frontière efficiente ou frontière de Markowitz.

Cette frontière est convexe par construction : le risque n'augmente pas linéairement en fonction des poids des actifs dans le portefeuille.

La région au-dessus de la frontière ne peut être atteinte en détenant seulement des actifs risqués. Un tel portefeuille est impossible à construire. Les points sous la frontière sont dits sous-optimaux, et n'intéresseront pas un investisseur rationnel.

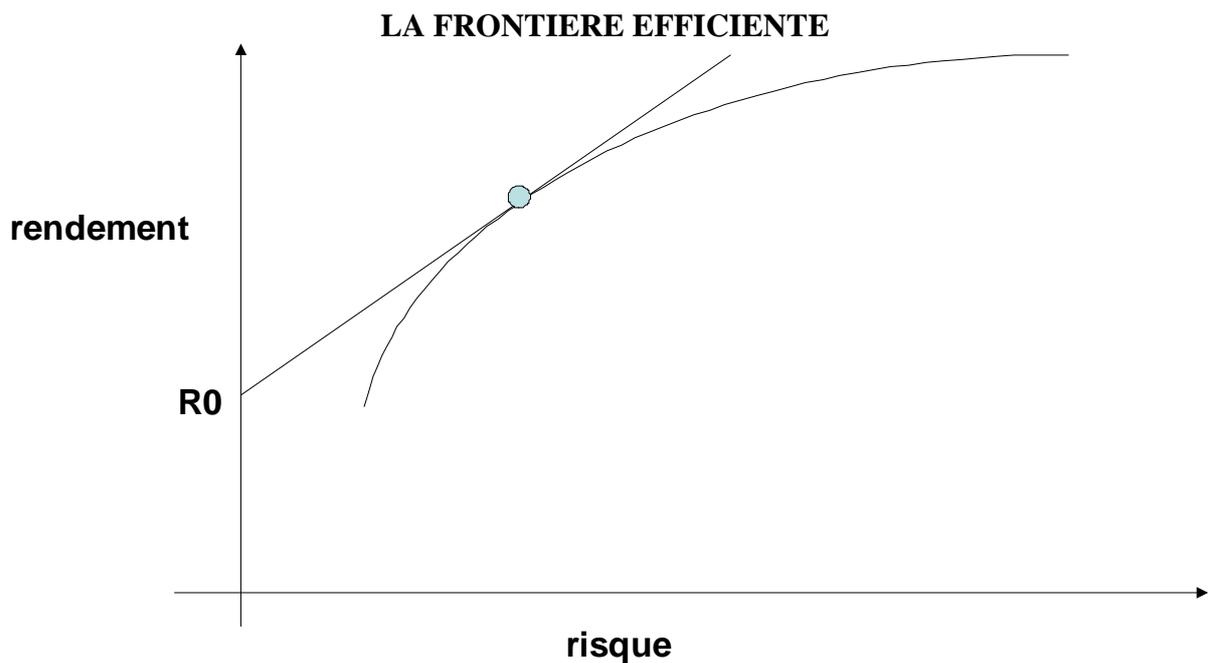


Passons maintenant à une autre hypothèse :

Il existe un actif sans risque.

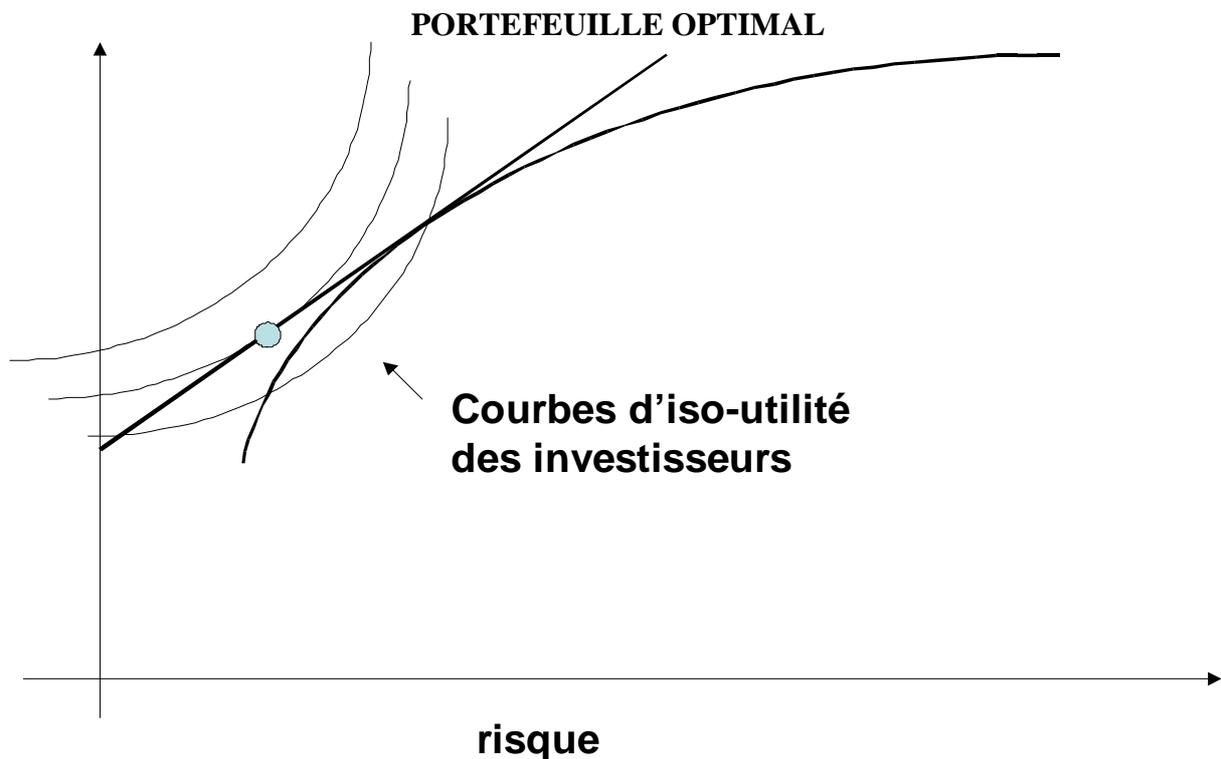
Commençons d'abord par le définir :

L'actif sans risque est un actif théorique qui rapporte le taux d'intérêt sans risque. Il est en général associé aux emprunts d'Etat à court terme. Cet actif possède une variance nulle, son rendement est donc connu à l'avance. Il n'est pas corrélé avec les autres actifs. Par conséquent, associé à un autre actif, il modifie linéairement l'espérance de rendement et la variance.



On comprend, d'après ce qui précède, que l'investisseur averti, cherchera la plus grande diversification possible jusqu'à atteindre cette limite appelée frontière efficiente. Elle se présente sous la forme d'une partie de parabole.

Sachant maintenant que tous les investisseurs n'ont pas la même aversion au risque, certains choisiront de limiter leur risque en combinant par exemple une part d'actifs risqués complétée par l'actif hors risque. Pour déterminer ces types de portefeuilles "hybrides", on trace la courbe passant par l'actif hors-risque et tangente à la frontière efficiente. Ce dernier point de contact constitue le portefeuille du marché. Les combinaisons de portefeuille sur le segment entre l'actif hors-risque et le portefeuille du marché, dominent tous les autres portefeuilles.



Le modèle de Markowitz permet dans les conditions définies plus haut de construire une frontière efficiente à partir d'un ensemble d'actifs financiers donnés. Nous avons vu que tout investisseur satisfaisant aux critères de rationalité indiqués de choisir un portefeuille optimal sur cette frontière. Plus généralement, ce modèle montre aussi que, grâce à la diversification, le choix offert aux investisseurs est considérablement élargi. Il est possible, en effet, de construire des portefeuilles dont le risque est inférieur à celui des titres qui le composent.

C. Le Modèle d'Equilibre des Actifs Financiers (MEDAF) ou Capital Asset Pricing Model CAPM

Ce modèle a été développé par Sharpe, Mossin et Lintner et s'inscrit dans le prolongement de l'analyse de Markowitz; ainsi certaines des hypothèses de ce modèle sont communes au modèle de Markowitz.

i) Le MEDAF : le modèle de base

Les hypothèses :

- Les investisseurs évaluent leur portefeuille à l'aide du critère « espérance-variance » : leur aversion au risque s'exprime par l'exigence d'une espérance de rentabilité d'autant plus forte que le risque est élevé
- Un actif sans risque est disponible.
- Les marchés de capitaux sont parfaits, de sorte que les actifs sont indéfiniment divisibles, peuvent faire l'objet tant d'achats que de ventes à découvert, et qu'aucun coût de transaction ou impôt n'obère les rentabilités des titres.
- Les anticipations tant en matière d'espérance et rentabilité que de risque sont homogènes, c'est-à-dire identiques pour tous les investisseurs. En outre ces derniers sont tous censés choisir leur portefeuille en appliquant un critère espérance-variance (modèle de Markowitz), avec un horizon (une « période ») commun à tous les investisseurs.

Les 3 premières hypothèses étaient déjà présentes dans le modèle de Markowitz et que seule la dernière hypothèse est nouvelle.

Cette dernière induit que la frontière efficace est la même pour tous les investisseurs. Ainsi tous les investisseurs détiennent le même portefeuille d'actifs risqués T et ne diffèrent que par le poids x qui lui est consacré (et $1-x$ pour l'actif sans risque). Le poids x accordé à T est d'autant plus grand que l'aversion à l'égard du risque de l'investisseur considéré est faible. C'est ce résultat qui est qualifié de séparation des fonds.

Le MEDAF permet d'apprécier le risque pertinent d'un actif financier quelconque (titre individuel ou portefeuille efficace ou non) et établit une relation entre le risque et l'espérance de rentabilité de cet actif.

Voici la formule du MEDAF :

$$E(R_{actif}) = R_F + \beta_{actif} \cdot [E(R_M) - R_F]$$

β_{actif} : Mesure du risque systématique de l'actif, c'est-à-dire au risque non diversifiable (l'investisseur diversifiera son portefeuille directement sur le marché)

$E(R_M)$: Rentabilité espérée sur le marché

R_F : Taux d'intérêt sans risque

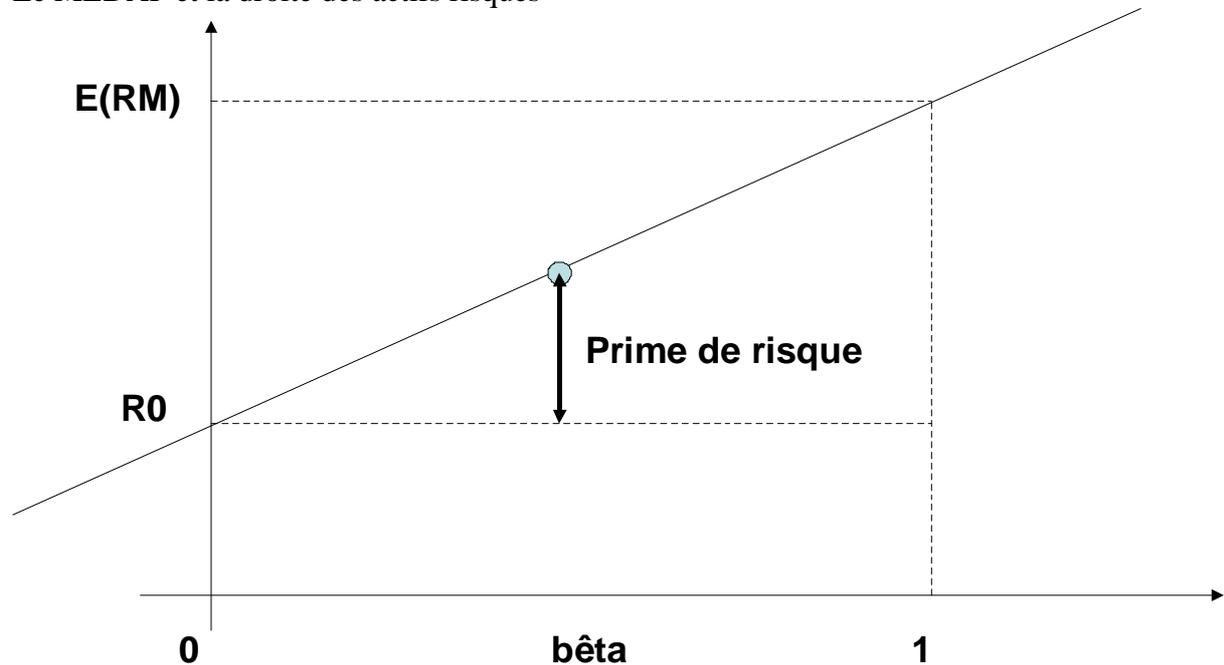
$[E(R_M) - R_F]$: Représente la prime de risque du marché, c'est-à-dire le surplus de rentabilité exigé par les investisseurs lorsque ces derniers placent leur argent sur le marché, plutôt que dans un actif sans risque.

Le β_{actif} est la volatilité de la rentabilité de l'actif considérée rapportée à celle du marché. Mathématiquement parlant, elle correspond au rapport entre la covariance de la rentabilité de l'actif et de la rentabilité du marché et la variance du risque du marché.

$$\beta_{actif} = \frac{cov(R_M, R_{actif})}{var(R_M)}$$

Dans le modèle MEDAF (ou CAPM), on peut montrer que ce coefficient correspond à l'élasticité financière du risque du marché par rapport au risque de l'actif. Et donc le Bêta est le seul facteur explicatif de la rentabilité d'un titre ou d'un portefeuille risqué.

Le MEDAF et la droite des actifs risqués



ii) Les limites du modèle MEDAF

-Le problème de l'instabilité des betas dans le temps : Il peut y avoir des problèmes statistiques liés aux erreurs d'estimation des betas des titres individuels et à leur instabilité. C'est pourquoi on procède généralement au « regroupement » des bêtas ; ainsi l'avantage des bêtas des portefeuilles sur ceux des actifs individuels tient à l'élimination partielle (ou « diversification ») des erreurs d'estimation des bêtas individuels lors de l'agrégation effectuée dans le calcul du bêta du portefeuille.

Roll a formulé une critique vis-à-vis de ce modèle : Soit le portefeuille de marché M, ce portefeuille comprend, en principe, tous les actifs risqués (dont beaucoup proviennent de marché opaques et illiquides) et les actifs mondiaux, il est donc pratiquement inobservable. L'observation de M ne serait pas aussi difficile si, d'une part l'indice boursier I adopté pour représenter M (CAC40, Dow Jones...) était fortement corrélé avec M et, d'autre part, si le résultat du test n'était pas très sensible à ce choix.

Cette grande dépendance et sensibilité des études empiriques du MEDAF au choix du portefeuille de marché, mise en évidence par Roll, appelle donc à la prudence quand à l'interprétation des résultats des tests économétriques du MEDAF et à son utilité pratique en termes de gestion et d'analyse de performances.

D. Le Modèle d'Evaluation par Arbitrage (MEA) ou Arbitrage Pricing Theory (APT)

En 1976 S. Ross a tenté de s'affranchir de certaines hypothèses du MEDAF et d'élaborer un paradigme alternatif appelé Modèle d'Evaluation par Arbitrage (MEA).

Ross répond aux critiques suivantes du MEDAF :

- Pas de nécessité d'avoir des fonctions d'utilité quadratiques
- Pas d'hypothèse sur la distribution des rentabilités
- Pas de notion de portefeuille de marché (problème de non observabilité du portefeuille de marché)
- Plusieurs facteurs de risque

Le MEA suppose que les marchés sont efficients et que les titres sont évalués de telle sorte qu'il n'y ait pas de possibilités d'arbitrages.

Le MEA est fondé d'une part sur la notion qu'un *portefeuille d'arbitrage* (définition plus bas) ne saurait exister à l'équilibre du marché et, d'autre part, sur l'intuition selon laquelle un nombre limité (mais supérieur à 1) de facteurs de risque systématiques communs affecte le taux de rentabilité espéré de tous les actifs financiers.

i) Portefeuille d'arbitrage

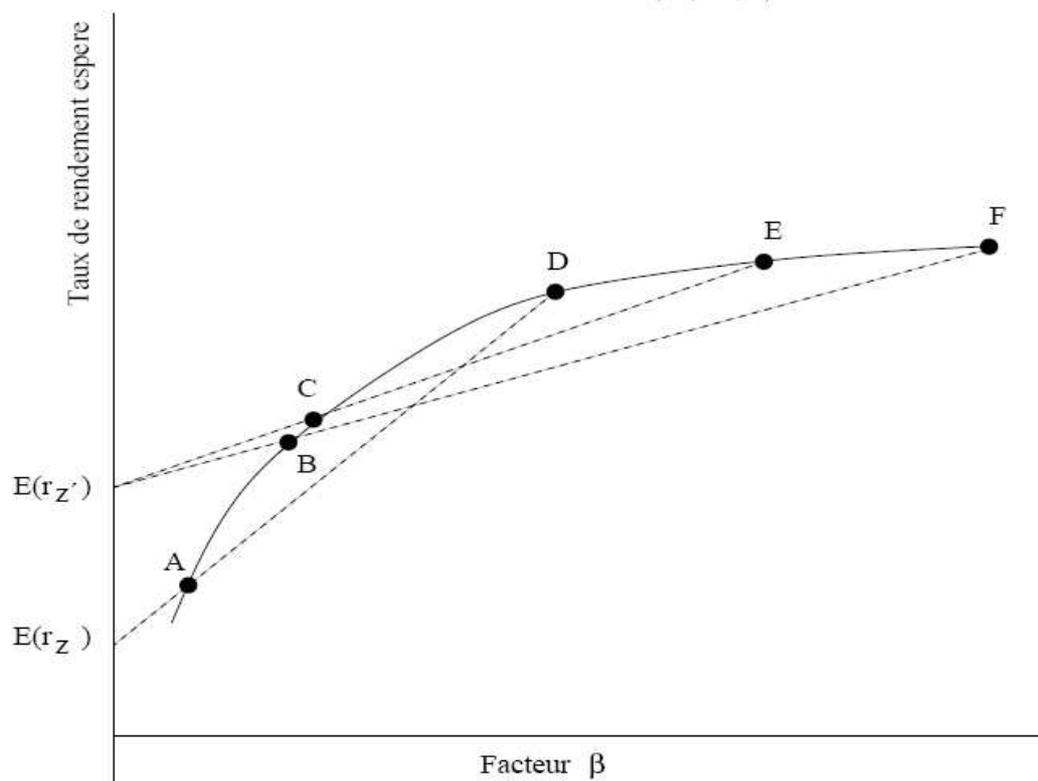
Soit un portefeuille Z^* , composé positivement (acheté, et d'un poids positif, et supérieur à 1) de C et négativement (vendu à découvert, donc doté d'un poids négatif) de E, de telle sorte que la somme des poids fasse 1, a une rentabilité (approximativement) sans risque égale

à $E(r_{Z'})$. Soit un portefeuille Z composé de positivement A et négativement de D, rapportant le taux $E(r_Z)$. L'espérance de Z' est supérieur à Z .

Il suffit alors d'acheter le portefeuille Z' et de vendre le portefeuille Z pour réaliser, sans risque ni mise de fonds (la vente finançant l'achat), un gain d'arbitrage égal, en pourcentage, à $E(r_{Z'}) - E(r_Z)$.

Un tel portefeuille de valeur initiale nulle mais de valeur finale certainement positive est appelé portefeuille d'arbitrage.

Bien évidemment, une telle situation est incompatible avec l'équilibre des marchés.



ii) Tests empiriques du MEA

D'après Roll et Ross (1980)

- Roll et Ross estiment les facteurs β utilisant une technique qui s'appelle "Analyse de facteurs".
- C'est une technique statistique qui permet la dérivation d'un petit nombre de "portefeuilles indices" qui minimise les covariances résiduelles entre les titres, et qui expliquent bien les covariances (analyse des "composantes principales").
- On construit les portefeuilles indices à partir d'un échantillon de titres qui est forcément un sous-ensemble des titres disponibles sur le marché.
- On continue à rajouter des portefeuilles indices (composantes principales) jusqu'à ce que le pouvoir explicatif du dernier ne soit pas très grand.
- Les portefeuilles indices et les facteurs β sont estimés avec des données en séries chronologiques.

- Par la suite, ils utilisent des données en coupe transversale pour estimer les λ .
- Ils ont trouvé qu'on peut bien expliquer les covariances sur la base de quatre (possiblement cinq) portefeuilles indices, et que la variance résiduelle des titres n'est pas reliée au taux de rendement moyens.

Problème : À cause de la complexité des calculs, il faut utiliser ce test pour un nombre réduit de titres. Si on augmente le nombre de titres, est-ce que le nombre de facteurs qui expliquent suffisamment bien les covariances va rester stable ?

Cependant ce test empirique peut être aussi interprété comme méthode pour rejeter le MEA. On trouve une ordonnée à l'origine et des estimés pour les prix de facteurs pour un échantillon de titres, et une ordonnée à l'origine et des estimés pour les prix de facteurs différents pour un autre échantillon de titres. Il y a peut-être des facteurs manquants qui expliquent les incohérences entre les résultats pour les deux échantillons.

Le problème de ce modèle est que la théorie ne donne pas d'indications sur le nombre et la nature des facteurs. Dans les travaux originels du MEA, les facteurs de risque étaient essentiellement des facteurs macroéconomiques tels que l'inflation, le niveau de production industrielle, le niveau des taux longs des taux courts, les taux de change. En pratique les modèles se contentent d'un nombre relativement réduit de variables explicatives.

iii) Difficultés pratiques

– Le MEA repose sur la possibilité de construire des portefeuilles diversifiés sur la base de titres risqués. Ceci n'est pas facile, pour plusieurs raisons.

1. Il est difficile d'estimer les covariances et le facteur bêta sans erreur.
2. En plus, ils peuvent changer, et ce qui compte c'est les facteurs bêta de la période suivante, et non pas ceux de la période courante.

E. Conclusion

Comparaison MEDAF-MEA :

Les deux modèles concurrents présentent chacun des avantages et des inconvénients.

Le MEDAF a fait l'objet d'un nombre incalculable d'études et s'est avéré robuste vis-à-vis de nombreux tests qu'il a subis, qu'il constitue une relation d'équilibre exacte, et non asymptotique, qu'il soit très simple à comprendre et à mettre en œuvre, une fois choisi l'indice considéré comme représentatif du marché, et qu'il ne souffre pas de problème d'identification de la source de risque (le portefeuille de marché).

Le MEA, quand à lui, ne fait appel à aucune hypothèse quand aux distributions de probabilité (hormis l'équation génératrice des rentabilités) et aux fonctions d'utilités de l'investisseur, semble en général que son concurrent en ce qu'il autorise plusieurs sources de risques communes, et n'assigne aucun rôle particulier au portefeuille de marché. En revanche, c'est un modèle d'équilibre, l'absence d'opportunité d'arbitrage étant une exigence moins forte que l'équilibre.

Les tests économétriques déterminants des deux modèles sont difficiles à mener. En particulier, si le MEDAF ne pose pas de problème d'identification de la source, unique, de risque, il souffre d'un problème sérieux d'estimation de celle-ci puisqu'elle est par nature inobservable. A l'inverse, si le MEA ne pose pas trop de problème d'estimation des sources de risque, puisque ces variables sont en principe mesurables, il souffre d'un sérieux problème d'identification des facteurs (nature et nombre).

L'essentiel reste que la relation linéaire postulée entre rentabilité espérée et risque est très robuste (qu'il y ait une ou plusieurs sources de risque), et que le risque spécifique n'est pas rémunéré et doit donc être diversifié.

Leurs applications :

Les applications pratiques de ces deux modèles théoriques sont importantes et nombreuses :

- ils sont utiles en matière d'évaluation des titres émis par les entreprises et constituent une alternative aux méthodes traditionnelles.
- Ils sont applicables, en matière de choix des investissements physiques de firme.
- Ils sont indispensables pour la gestion des portefeuilles.
- Ils sont indispensables pour l'évaluation des performances des OPCVM, et plus généralement, de tout portefeuille dont la gestion est déléguée.

V. La gestion de portefeuille benchmarkée

Dans ce chapitre nous allons voir ce qu'est la gestion benchmarkée. Tout d'abord nous allons voir les différentes classes d'actifs que peut comporter un portefeuille quelque soit sa méthode de gestion. Ensuite nous définirons le terme de gestion benchmarkée et nous verrons sa théorie.

Par la suite nous verrons les différents types de gestion benchmarkée car une gestion benchmarkée se compare à un indice mais il y a plusieurs approches de gestion pour approcher cet indice ou essayer de le battre.

Nous finirons par un dernier paragraphe sur une gestion dite alternative qui se diffère complètement d'une gestion benchmarkée.

A. Les différentes classes d'actifs financiers

Commençons par le commencement et définissons les principaux termes de ce chapitre :

Un actif financier est un titre ou un contrat, généralement transmissible et négociable (par exemple sur un marché financier), qui est susceptible de produire des revenus ou un gain en capital.

Les instruments financiers sont des titres ou contrats, dont certains sont négociables, notamment sur des bourses, utilisés pour anticiper une rentabilité ou un risque monétaire.

Voici la liste non exhaustive des actifs financiers que l'on peut trouver sur le marché :

-les actifs financiers traditionnels :

- les valeurs mobilières,
 - Actions
 - Obligations
 - Parts d'OPCVM
- les titres de créance négociables,
- les créances,
- etc.

-les produits dérivés financiers :

- « fermes »
 - Forwards
 - Futures,
 - Swaps,
- ou optionnels

- Options,
Warrants
-Autres actifs financiers :
- Devises
- Matières premières
- etc.

Continuons ce chapitre avec les explications des différents produits financiers que nous venons de citer.

iv) Les actifs financiers traditionnels

1) Les valeurs mobilières

Une valeur mobilière (ou titre financier) est un titre de propriété (action) ou de créance (obligation) aux caractéristiques et droits standardisés (chacune pour une émission donnée ayant le même montant nominal, le droit au même coupon ou dividende, cotée sur la même ligne en bourse, etc.).

Elles sont négociables et fongibles (choses dites de genre déterminées seulement en quantité et qualité), ce qui les rend apte à être cotées sur les bourses (dites de valeurs mobilières), même si toutes ne le sont pas, une procédure d'admission appelée « introduction en bourse » étant nécessaire en ce cas.

a) Les Actions

On nomme action une part du capital d'une société dite société par actions. Elle est à distinguer d'une part de SARL, qui est moins aisée à négocier.

Les actions sont négociables,

-soit en bourse, d'où l'utilisation parfois de l'appellation simplificatrice d'action boursière, mais qui ne désigne effectivement que celles cotées sur une ou plusieurs des bourses existant dans le monde,

-soit de gré à gré (à l'amiable).

Cette négociabilité fait qu'elles font partie de la catégorie des valeurs mobilières.

Le détenteur d'actions est qualifié d'actionnaire et l'ensemble des actionnaires constitue l'actionnariat

b) Les Obligations

Une obligation (en anglais : bond) est un titre de créance qui fait partie des valeurs mobilières. En tant que tel il est cessible et peut donc faire l'objet d'une cotation sur une bourse.

c) Parts d'OPCVM

Les organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM) sont une famille de fonds d'investissement qui regroupe les SICAV (sociétés d'investissement à capital variable), les FCP (fonds communs de placement) et leurs déclinaisons spécialisées : FCPI, FCPR, FCPE, FCIMT, ...

2) Les titres de créance négociables

Créée en 1985, cette catégorie d'instruments financiers est destinée avant tout aux professionnels des marchés financiers et revêt la forme juridique d'un billet à ordre représentatif d'un droit de créance. Ils ont un montant nominal élevé (supérieur à l'équivalent, en euros, d'un million de francs) et une durée de vie à l'émission comprise entre 10 jours et 7 ans. Le programme d'émission doit faire l'objet d'un accord préalable de la Banque de France.

v) Les produits dérivés financiers

En finance, un produit dérivé, ou dérivé financier, est un contrat entre deux parties, un acheteur et un vendeur, qui fixe des flux financiers futurs basés sur ceux d'un actif sous-jacent, réel ou théorique, généralement financier.

Dans le référentiel IFRS, il fait partie des instruments financiers. Ce référentiel introduit une nouvelle notion, celle de dérivé incorporé (Dans le cadre d'opérations plus ou moins complexes, il convient de distinguer les flux qui modifient ceux du contrat hôte en les indexant sur un sous-jacent séparé. L'ensemble de ces flux complémentaires est alors appelé *dérivé incorporé*.)

Les transactions sur les produits dérivés sont en forte croissance depuis le début des années 1980 et représentent désormais l'essentiel de l'activité des marchés financiers. En 2004, l'ISDA a relevé une croissance annuelle de 29% pour les dérivés sur produits de taux d'intérêt et de 21% pour les dérivés sur actions et indices d'actions.

1) « Ferme »

a) Les Forwards

Un contrat forward ou forward agreement est un produit dérivé.

Il s'agit d'un accord d'acheter ou de vendre un actif à un prix et une date future précisés dans le contrat.

En règle générale, lors du débouclage, les deux contreparties procèdent au règlement de la différence entre le prix négocié à l'avance et le prix du marché. (Procédure dite de Cash Settlement)

Les forwards sont négociés de gré à gré, entre banques et institutions financières, ou auprès d'elles, contrairement aux contrats futurs traités sur des marchés organisés.

A l'inverse des contrats futures, les termes et conditions ne sont pas nécessairement normalisés et doivent être précisés par les contreparties.

b) Futures

Un contrat à terme (Futures) est un engagement de livraison standardisé, dont les caractéristiques sont connues à l'avance, portant sur :

- une quantité déterminée d'un actif sous-jacent précisément défini,
- à une date, appelée échéance, et un lieu donnés,
- et négocié sur un marché à terme organisé.

Les contrats à terme sont les instruments financiers les plus traités au monde.

c) Swaps

Le swap (de l'anglais *to swap* : échanger) est un produit dérivé financier. Il s'agit d'un contrat d'échange de flux financiers entre deux contreparties, qui sont généralement des banques ou des institutions financières.

Les trois contrats les plus courants sont :

- le swap de taux d'intérêt standard, taux fixe contre taux variable, qui échange les intérêts d'un prêt ou dépôt notionnel à taux variable contre des intérêts à taux fixe;
- le swap de change, qui échange les intérêts et la valeur à l'échéance d'un prêt ou dépôt dans une devise contre sa valeur dans une autre devise;
- le crédit défaut swap, qui échange de la protection sur le risque de crédit d'un émetteur d'obligations contre des versements périodiques et réguliers pendant la durée du swap; mais il en existe beaucoup d'autres.

2) Optionnels

c) Options

Une option financière est un produit dérivé qui donne le droit, et non l'obligation,

- d'acheter (option d'achat, appelée aussi call)
- ou de vendre (option de vente, appelée aussi put)

Une quantité donnée d'un actif financier (action, obligation, indice boursier, devise, matière première, autre produit dérivé, etc.), appelé actif sous-jacent :

- à un prix précisé à l'avance (prix d'exercice ou strike en anglais),
- à une date d'échéance donnée (option dite européenne)
- ou durant toute la période jusqu'à échéance (option dite américaine)

Ce droit lui-même se négocie, cela sur un marché d'options (une bourse spécialisée, ou au gré à gré), contre un certain prix, appelé prime, ou premium.

d) Warrants

Les warrants sont des produits dérivés, ce sont des instruments financiers reposant sur des valeurs mobilières ou sur des indices de marché (contrat à terme, option sur taux, indice, valeurs, etc.).

Un warrant est le droit d'achat ou de vente d'un actif financier à une date et à un montant déterminé. Un warrant est rattaché à une parité, c'est à dire le nombre de warrants pour une unité de l'actif financier choisis. Exemple : J'ai acheté 1000 warrants, le 01 janvier, sur une société X qui me donne le droit d'acheter 10 actions X, le 30 septembre à 13€. Si le 30 septembre l'action X vaut 18€ j'ai intérêt à exercer mon droit.

La valeur d'un warrant évolue en fonctions de trois critères : la valeur et la volatilité du support, la durée de l'échéance du droit.

Le warrant permet : soit d'atténuer les conséquences d'une évolution défavorable d'un marché, soit d'amplifier l'effet d'un investissement en anticipant une variation attendue. En général, la plus value de la vente du warrant est supérieure à celle de l'exécution du droit et si l'anticipation est réalisée. En revanche, si l'anticipation de hausse ou de baisse du support n'est pas réalisée la valeur du warrant est nulle (0€). C'est en quelque sorte un pari sur la valeur d'un support à une certaine date.

Le warrant permet de spéculer, sur une période déterminée, sur le cours d'une valeur appelée actif sous-jacent. Le sous-jacent d'un warrant peut être une action mais aussi un indice, un taux d'intérêt, une devise ou un groupe de valeur. Pour dire simple : lorsqu'on achète un warrant, on achète une évolution de tendances anticipées.

Il existe deux types de warrants car cette évolution peut être à la hausse ou à la baisse :

Les warrants avec une option d'achat (*call*) qui donnent le droit d'acheter le sous-jacent à un prix déterminé, sur une période donnée. Le call warrant est intéressant en cas d'anticipation à la hausse. Les warrants avec une option de vente (*put*) qui donne le droit de vendre le sous-jacent à un prix d'exercice et une maturité donnés. Le put warrant est intéressant en cas d'anticipation à la baisse.

vi) Autres actifs

Ils existent beaucoup d'autres actifs comme les devises, les matières premières, l'or...

B. La théorie de la gestion Benchmarkée

i) Définition

Voici la définition d'une gestion dite benchmarkée :

Comme son nom l'indique, la gestion benchmarkée vise une performance proche ou supérieure à celle du benchmark choisi et ce quel que soit le processus de sélection des titres à l'intérieur du benchmark.

La définition d'un benchmark sert aussi bien à définir l'univers d'investissement qu'à apprécier la performance. L'objectif de sur performance est souvent assorti d'un "tracking error" qui permet de mesurer le risque pris par rapport au benchmark.

Le benchmark est un portefeuille représentatif de l'univers d'investissement et servant de référence pour le gérant

- Pour un investissement dans une classe d'actifs donnée, le benchmark est généralement un indice relatif à cette classe.

- Lorsqu'il s'agit d'un fonds multi-actifs, la composition du benchmark entre les différentes classes d'actifs découle de l'allocation stratégique

ii) Gestion benchmarkée et efficience des marchés

Le choix d'un type de gestion dépend du point de vue de l'investisseur sur l'efficience des Marchés.

Dans un marché efficient, il est impossible de battre le portefeuille de marché cependant l'efficience d'un marché ne peut être vérifiée en pratique.

-La gestion indicielle passive est cohérente avec l'efficience parfaite des marchés, il suffit de détenir le portefeuille de marché, toute tentative de le battre étant vaine ainsi le benchmark doit s'approcher au maximum du portefeuille de marché.

- La gestion active cherche à profiter d'éventuelles inefficiences du marché, le niveau de tracking error dans le fonds dépend du degré d'efficience du marché et de la capacité du gérant à profiter de ces inefficiences.

Nous allons maintenant voir les deux grandes approches d'une gestion benchmarkée, l'une se contente de répliquer un benchmark (indiciel) l'autre de le battre (active). Tous les différents types de gestion benchmarkée seront définis plus bas dans la troisième partie de ce chapitre.

iii) La gestion indicielle

Objectif : répliquer le benchmark

La réplication n'est pas si simple le benchmark peut contenir un grand nombre de titres. De plus les OST (Opérations Sur Titre), les dividendes, les souscriptions/rachats, les changements dans l'indice engendrent des décalages par rapport à l'indice.

Il existe deux techniques de réplication : la première est la réplication synthétique qui utilise les dérivés (futures). La deuxième, la réplication statistique cherche à répliquer l'indice à partir d'un petit nombre de titres.

iv) La gestion active

Objectif : battre le benchmark

Optimisation de la partie active du portefeuille

Il s'agit de maximiser la sur performance par rapport au benchmark pour un niveau de tracking error donné : $\max_X \Delta R_X$ s.c. $TE_X = k$ C'est une approche similaire à l'optimisation moyenne variance proposée par Markowitz.

Séparation en deux fonds

La partie active de l'allocation est constituée d'un portefeuille qui ne dépend que des prévisions de rentabilité et de risque : $\Delta X = \theta Q$ avec $Q = \Sigma^{-1}(\mu - m\mathbf{1})$

La proportion θ de portefeuille Q détenue dépend du niveau de TE souhaité :

$$\theta = k / \sigma_Q$$

Le ratio d'information de l'allocation est maximal

- Efficience du portefeuille Q au sens de Markowitz
- Le portefeuille X est efficient si le benchmark est lui-même efficient

Le paradoxe de l'optimisation relative

- L'allocation tactique n'est pas efficiente.

Elle ne le serait que si le benchmark était lui-même efficient et la gestion active n'aurait alors pas de sens.

La partie active est par contre efficiente et ne représente pourtant qu'une petite partie de l'investissement.

- En n'optimisant que la partie active du portefeuille, le gérant démontre une certaine méfiance vis-à-vis des prévisions de rentabilité.
- L'optimisation « absolue » n'est pas très stable et peut être très différente du Benchmark.
- En fonction de sa confiance dans les prévisions de rentabilité et de l'efficience du benchmark, le gérant attribue une place + ou – limitée à la partie active du portefeuille.
- La partie active de l'allocation ne dépend pas du benchmark.

v) La mesure de risque d'une gestion benchmarkée : Le tracking error

Nous utiliserons les définitions suivantes :

- L'écart de suivi, Δ_t , est la différence de rentabilité entre le fonds ou portefeuille x et son benchmark B pendant une période t : $\Delta_t \equiv R_{x,t} - R_{B,t}$.
- La « distance » entre un portefeuille et son benchmark est estimée à partir du « tracking error » (TE dans la suite), défini comme l'écart-type de l'écart de suivi :

$$\mathbf{TE}_t \equiv \boldsymbol{\sigma}(\Delta).$$

Cette définition du TE a un caractère probabiliste et théorique. Son estimateur empirique, appelé *tracking error empirique*, est calculé ex post à partir d'un historique constitué le plus souvent de N rentabilités hebdomadaires.

Le tracking error hebdomadaire empirique (ou ex post) est donné par la formule suivante :

$$Ts = \sqrt{\frac{1}{N-1} \sum_{i=1}^N (\Delta_i - \bar{\Delta})^2}$$

Où Δ_i désigne l'écart de suivi pour la semaine i et $\bar{\Delta}$ la moyenne des N écarts.

Le TE annualisé résulte alors de la formule : $Ta = Ts \sqrt{52}$.

Ces calculs s'apparentent à ceux que l'on conduit pour estimer une volatilité historique (qui est techniquement un écart-type) et pour l'annualiser.

vi) Classification des différents types de gestion suivant les niveaux de Tracking Error

- La gestion indicielle ou passive
Ce type de gestion vise à répliquer au mieux le benchmark
Le tracking error est typiquement inférieure à 1%

-La gestion indicielle tiltée

Tout en restant proche de l'indice, le gérant cherche à en améliorer un peu la performance

La tracking error est de l'ordre de 2%

-La gestion active

L'objectif est de battre le benchmark de manière significative

Il n'existe pas véritablement de limite de TE

vii) L'attribution de performance

Pour estimer l'apport du gérant dans la performance d'un fonds, on effectue une régression

sur la performance du benchmark : $R_t = \alpha + \beta R_{B,t} + \varepsilon_t$

Le bêta mesure l'exposition au benchmark.

L'alpha mesure l'apport de la gestion active du gérant.

Sur une période suffisamment longue, le bêta doit être proche de 1

Dans le cas contraire, le benchmark n'est pas réellement représentatif de la gestion

Attention aux fonds qui affichent des sur performances qui s'expliquent après analyse par un effet bêta.

Si $\beta = 1$, la tracking error est estimée avec l'écart-type du résidu de la régression $\sigma(\varepsilon_t)$

Le ratio d'information $RI = \alpha / \sigma(\varepsilon_t) = T(\alpha, N-1) / N^{1/2}$ où T suit une loi de Student

On peut tester la significativité statistique de α

viii) Comment mesurer le market timing

Le market timing est la capacité du gérant à anticiper les mouvements du benchmark.

Lorsque le gérant anticipe une hausse globale du marché, il augmente le bêta du portefeuille et inversement en cas de prévision de baisse.

La régression sur la rentabilité du benchmark ne permet pas de mesurer le market timing.

Le market timing introduit de la convexité dans le profil de gain.

Afin de mettre en évidence le market timing dans la gestion d'un fonds, il faut régresser la performance du fonds sur une fonction convexe de la performance du benchmark

C. Les différentes gestions

Voici quelques thèmes de gestion, par exemple une gestion agissant sur des actions, une autre sur un secteur...

Ensuite nous verrons une grande partie des gestions que l'on peut utiliser dans le cadre d'un gestion benchmarkée.

i) La gestion par thèmes

5) La gestion actions

Principalement investi en actions boursières, le gérant est amené à apprécier le couple rendement/risque de son portefeuille, ainsi que les écarts de risque (tracking error) et de rentabilité par rapport au benchmark.

Il existe juridiquement deux types de gestion de portefeuille :

- La gestion sous mandat où l'investisseur délègue totalement la gestion de son portefeuille au gérant
- La gestion conseillée où le gérant est force de proposition mais ne peut intervenir directement sur le portefeuille (l'investisseur garde alors un pouvoir de décision)

6) La gestion de produits de taux

Principalement investi en produits obligataires et monétaires, le gérant est amené à apprécier la maturité de ses placements (duration), l'évolution des taux d'intérêts (écart de spreads) ainsi que le rating de ses obligations corporate.

7) La gestion diversifiée

Le gérant est amené à rechercher une optimisation de la diversification du portefeuille en allouant ses fonds sur différentes catégories d'actifs, sur différents secteurs d'activité et différentes zones géographiques.

8) La gestion sectorielle

La gestion sectorielle est une méthode de gestion de portefeuille qui permet à un investisseur de se positionner sur un segment de l'économie nationale ou internationale, à partir de valeurs appartenant soit à un même secteur d'activité (santé, nouvelles technologies, services financiers,...), soit à un groupe de secteurs.

Le gérant est libre de choisir la pondération qu'il souhaite attribuer à certains d'entre eux en fonction de ses anticipations d'évolutions des données macro et micro-économiques.

La valeur ajoutée de ce type de gestion réside donc dans la capacité du gérant à anticiper et analyser l'évolution des différentes variables économiques, ainsi que leur conséquence sur les différents secteurs.

ii) Définition de différents types de gestions spécifiques de portefeuilles

4) La gestion quantitative

La gestion quantitative au sens large regroupe d'une part la gestion indicielle et d'autre part la gestion quantitative pure :

a) La gestion indicielle (passive)

Comme son nom l'indique, la gestion indicielle consiste à répliquer les performances d'un indice de référence. La composition du portefeuille est identique à celle de l'indice et des « rebalancements » sont effectués régulièrement pour « coller » à celui-ci. Ainsi, un fonds

indiciel suit rigoureusement les variations de son indice, aussi bien en période de hausse, que de baisse.

b) La gestion quantitative (active)

La gestion quantitative est une méthode de gestion quasi-automatisée et basée sur des modèles mathématiques complexes mis en place par chaque société de gestion. Les données économiques et financières (rating des sociétés, recommandations des analystes, publication des comptes des entreprises, rendements attendus des actifs financiers...) constituent les données essentielles du programme.

Le gérant se fixe, comme pour la gestion indicielle, un objectif de risque, mais également, et c'est là sa principale différence, un objectif de sur performance. Ainsi, la gestion quantitative pure est une approche plus active que la gestion indicielle.

5) Le stock picking (ou sélection de valeurs ou bottom-up)

Le stock picking ou sélection de valeurs est une approche beaucoup plus fondamentaliste que les précédentes. Elle ne s'intéresse à aucun indicateur de référence mais uniquement aux critères fondamentaux de la valeur (la situation financière de l'entreprise, le secteur d'activité de l'entreprise et sa progression dans celui-ci,...), et la connaissance des dirigeants. On cherche à déterminer la valeur intrinsèque de l'entreprise.

Pour ces raisons, le stock picking est un style de gestion décorrélé de l'orientation des marchés financiers.

Cette approche permet une meilleure allocation et un effet diversification plus important que la diversification géographique pour un investisseur.

Par ailleurs, elle offre une plus grande flexibilité à l'égard des cycles économiques : l'approche du gérant dans son anticipation de l'évolution des principales variables économiques (croissance, inflation, taux d'intérêt,...) se reflète sur le choix de style de son portefeuille.

On distingue deux variantes du stock-picking: le stock picking growth (**Growth**) et le stock picking value (**Value**).

a) stock picking "growth"

Les fonds growth sont, comme les fonds value, basés sur les critères fondamentaux du stock picking. L'approche croissance ou « growth » consiste à investir dans des sociétés reconnues qui ont un potentiel de croissance future important (croissance prévue du chiffre d'affaires, croissance des bénéfices,...). Le gérant fait donc un pari sur l'avenir de ces sociétés, qui n'ont pas encore atteint leur maturité. Il est prêt à payer un prix plus élevé pour les bénéfices futurs, car les perspectives de croissance du titre sont supérieures à la moyenne.

La volatilité de leurs performances est plus élevée que la gestion value, mais les fonds sont plus rémunérateurs.

b) stock picking "value"

L'approche de stock picking value consiste à investir dans des sociétés dont le cours boursier est sous-évalué par rapport à sa valeur intrinsèque et présente donc un fort potentiel de hausse. Le gérant d'un fonds value sélectionne dans son univers d'investissement des entreprises qui présentent une décote significative et offre un rendement important. Il regardera particulièrement les ratios Price to book, Price earning ratio, Rendement du titre,...

Les actions de ces sociétés présentent généralement un risque inférieur au marché, ce qui permet d'améliorer le couple rendement/risque. Les sociétés value sont des valeurs

défensives, ce qui est légèrement défavorable lorsque les marchés sont en hausse, plus favorable au style growth.

6) Top Down

L'analyse se fait à partir des variables fondamentales de la macroéconomie vers la micro-économie.

Conclusion

A travers ce chapitre nous venons de définir la gestion benchmarkée qui consiste à suivre ou à battre un indice choisi, pour cela il existe plusieurs types de gestion. Il n'y a pas à proprement parler de meilleure méthode car cela dépend du couple risque/rendement exigé par le client. Le point « fort » de cette méthode peut être aussi considéré comme son point « faible » car vu cette gestion suit un indice, sa performance sera corrélée à la performance de ce même indice. C'est pour cela qu'il existe une gestion dite alternative qui ne se réfère à aucun indice, nous allons en parler succinctement dans ce dernier paragraphe pour avoir une autre approche de gérer un portefeuille.

D. La Gestion alternative

i) Définition

La gestion alternative désigne un ensemble très varié de méthodes ou plutôt de stratégies de gestion d'actifs spécialisées, techniques et concentrées sur une niche de marché bien précise. La gestion alternative se donne pour objectifs d'atteindre un niveau de performance absolue, de préférence stable, décorrélée de la tendance globale du marché, tout en minimisant les risques et en garantissant le capital investi. Nous verrons plus bas des exemples de stratégies de gestion alternative.

ii) Types d'actifs utilisés dans les portefeuilles alternatifs

Pour cela, elle se porte notamment sur :

- Des actions défensives ou contracycliques en période de marché baissier, ou des actions à coefficient bêta élevé en période de bourse haussière.
- Des actifs dérivés : toujours dans le cas de marché baissier, le gestionnaire aura tendance à jouer des contrats qui profiteront de cette baisse (achat d'options de vente/puts, etc.). En période haussière il tendra à jouer sur des contrats inverses (achat d'options d'achat/calls, etc.), voire à emprunter, pour créer un effet de levier financier.

- Des placements autres que sur le marché des actions : devises, matières premières, dettes décotées, etc.

iv) Les outils de la gestion alternative

La **vente à découvert** (selling short) consiste à vendre des titres que l'on ne détient pas, en espérant les racheter moins cher ultérieurement. Pour ce faire, le gérant emprunte ces mêmes titres sur la période. (En effet, lors d'un prêt de titres il y a transfert de propriété vers l'emprunteur, si bien que celui-ci a le droit de les vendre ; il lui faut seulement faire en sorte d'avoir racheté les titres au moment où il doit les rendre !)

L'**arbitrage** consiste à exploiter des écarts de prix injustifiés, par exemple en achetant des obligations convertibles supposées sous-évaluées tout en vendant à découvert l'action sous-jacente.

La recherche de l'**effet de levier** (« leverage ») consiste à emprunter du cash pour augmenter la taille effective du portefeuille (constitué au départ seulement des fonds apportés par les investisseurs).

Le recours aux **produits dérivés** : options, futures ou contrats de gré à gré est fréquent, soit dans un but spéculatif, soit au contraire pour couvrir le portefeuille.

La gestion alternative s'appuie aussi sur la **recherche** et l'**analyse** micro ou macro économique, qui doit permettre de trouver des opportunités soit dans les tendances de fond de l'économie ou des marchés financiers, soit en identifiant des entreprises à fort potentiel ou au contraire en difficulté.

Les Hedge funds : un hedge fund ou fonds alternatif est un organisme de gestion collective, fonctionnant sur le même principe que les OPCVM ou Mutual funds américains, mais investi dans une stratégie alternative. Contrairement aux fonds « classiques », les hedge funds obtiennent des performances généralement déconnectées de la tendance générale des marchés actions ou obligations.

v) Les stratégies

Les différentes stratégies se caractérisent par des ratios rendement / risque très variables. Il existe de nombreuses présentations des différentes stratégies alternatives.

Arbitrage de convertible (convertible arbitrage) : investit dans les obligations convertibles mal cotées sur le marché. Typiquement, cette stratégie consiste à acheter l'obligation convertible, tout en vendant l'action sous-jacente à découvert.

Sélection de titres (Long short Equity) : consiste à prendre des positions aussi bien longues (acheteuses) que courtes (vendeuses) sur des actions sélectionnées appartenant au même secteur ou à la même zone géographique, avec une position nette résultante plutôt longue (long bias), ou plutôt vendeuse (short bias), ou neutre (market neutral). Nécessite de bien maîtriser les outils de sélection des titres (stock picking).

Macro / opportuniste (global macro) : tente de tirer profit des évolutions de l'économie globale, en particulier les évolutions de taux dues suite aux politiques économiques de gouvernements. Utilise les instruments reflétant la situation économique mondiale : devises, indices, courbes de taux, matières premières.

Arbitrage sur produits de taux (fixed income arbitrage) : cherche à tirer profit des mouvements et des déformations de la courbe des taux. Utilise comme véhicules les titres d'Etat, les futures et les swaps de taux.

Arbitrage sur fusions-acquisitions (merger arbitrage) : la possibilité d'arbitrage dans ce genre de situations (OPA, OPE) résulte de l'écart entre le prix annoncé par l'acquéreur et le prix auquel la cible se traite sur le marché.

Situations spéciales (event driven) : le gestionnaire recherche les opportunités générés par des événements intervenant dans la vie des entreprises : filialisation, fusions, ou des difficultés (distressed securities)

Marchés émergents (emerging markets) : investit dans les marchés en développement. Stratégie très risquée car les instruments de couverture ne sont pas toujours disponibles sur ce type de marché.

Etc...

vi) Avantages et inconvénients de la gestion alternative

Les meilleurs Hedge Funds sont souvent fermés, donc moins liquides que d'autres placements, et il faut mettre au moins 50000 euros pour détenir une part.

Ils sont principalement cotés en dollars américains, d'où un risque de change pour les résidents d'autres zones monétaires.

Les techniques de gestion alternative telle que le "Short Selling" rend les Hedge Funds très peu liquides vis-à-vis de leurs souscripteurs. Un investissement doit régulièrement attendre 1 à 3 mois avant d'obtenir une souscription puis 2 à 12 mois pour pouvoir sortir du fonds. Ce manque de liquidité ne convient pas aux investisseurs qui recherchent des instruments de placement plus liquides.

Certains fonds très performants peuvent être aussi très opaques, il est très important pour l'investisseur de se faire conseiller par un spécialiste du marché qui a des contacts directs avec les 'Fund Managers'.

VI. Différents exemples concrets de gestion benchmarkée

A. Introduction SICAV & FCP

Avant tout je vais faire un petit récapitulatif d'une SICAV et d'un FCP :
Les fonds communs de placement (FCP) font partie, avec les SICAV (sociétés d'investissement à capital variable), de la famille des OPCVM (organismes de placement collectif en valeurs mobilières).

Une SICAV est une société qui a pour objectif de mettre en commun les risques et les bénéfices d'un investissement en valeurs mobilières (action, obligations, etc.), titres de créances négociables, repos et autres instruments financiers autorisés soit par la réglementation soit par les statuts de la SICAV. D'un point de vue juridique, les SICAV ont une personnalité morale. La société dispose d'un conseil d'administration et les actionnaires de la SICAV bénéficient d'un droit de vote à l'assemblée générale annuelle.

Le FCP se distingue de la SICAV par son statut juridique. Un FCP est une copropriété de valeurs mobilières qui émet des parts. Il n'a pas de personnalité morale. Chaque porteur de part dispose d'un droit de copropriété sur les actifs du fonds, droit proportionnel au nombre de parts possédées.

Pour la suite je ne préciserai pas les pourcentages d'actif utilisé, je me contenterai de les énumérer.

En fait nous allons faire un petit panorama de certaines SICAV ou FCP suivant leur objectif d'investissement (secteur, zone...), leur type de gestion, et l'indice auxquels ils se réfèrent.

B. Exemples

Dans cette partie nous allons voir différents exemples qui vont nous permettre de faire un petit panorama des différents types de gestion, de voir plusieurs indices, de voir différents secteurs d'activité.

Pour cela, nous commencerons par une petite introduction du fond examiné et nous détaillerons toutes ses spécificités à travers plusieurs points, ces informations ont été trouvées dans leur prospectus AMF respectifs.

Chaque exemple est accompagné d'un lien Internet vers le site boursorama.

i) AGF Foncier

Cette OPCVM nous propose un fond sur des actions de la zone euro dans le secteur de l'immobilier, la gestion se fait par la méthode dite « stock-picking » par rapport à l'indice IEIF (Institut de l'Épargne Immobilière et Foncière.).

A la fin de la description nous pouvons voir ses performance sur dix sont qui sont extrêmement élevé ce qui est tout a fait compréhensible vu la hausse du prix de l'immobilier ces dernières années, c'est d'ailleurs le seul fond étudié qui atteint ce haut rendement de performance.

Code ISIN : FR0000945503

Dénomination de l'OPCVM : AGF FONCIER

Forme juridique : SICAV de droit français

Gestionnaire financier par délégation : AGF ASSET MANAGEMENT - Société de gestion de portefeuille agréée sous le n° GP 97-63

Dépositaire : SOCIETE GENERALE

Commissaire aux comptes : S.F.P.B.

Commercialisateur : AGF Asset Management et/ou les sociétés du groupe AGF

Classification : Actions de pays de la zone euro

Catégorie Générale : Secteur - Immobilier Zone Euro

Valeur liquidative : 68.69 EUR

Date : 10/04/2007

Objectif de gestion :

La SICAV a pour objectif de gestion de permettre une dynamisation des investissements, effectués sur le marché des actions des pays de la zone euro, orientés principalement vers les sociétés foncières et immobilières, afin de rechercher une valorisation du capital à long terme. L'indice IEIF pourra constituer un élément d'appréciation.

Indicateur de référence :

La performance de l'OPCVM est à comparer à l'indice de marché : IEIF

L'IEIF (Institut de l'Épargne Immobilière et Foncière) est un indice large regroupant les actions représentant les principales capitalisations boursières des pays de la zone euro.

Il est calculé tous les jours sur la base des cours de clôture, coupons réinvestis.

Stratégie d'investissement :

Dans le cadre de la gestion d'AGF Foncier, la principale source de valeur ajoutée est la sélection active de titres de sociétés foncières et immobilières, de société de crédit bail et de sociétés possédant des actifs immobiliers susceptibles de revalorisation, en particulier sur la zone Euro.

Sélection active de valeurs :

La stratégie d'investissement du fonds repose, de manière principale et récurrente, sur la sélection active de valeurs (gestion dite « stock picking »). L'approche fondamentale et le potentiel de valorisation à moyen terme des actions sont des éléments privilégiés lors de la sélection des valeurs.

Actifs utilisés :

Actions et titres assimilés, OPCVM, Instruments dérivés, Titres intégrant des dérivés, Autres instruments.

Profil de risque :

L'OPCVM n'offrant pas de garantie, il suit des fluctuations de marché pouvant l'amener à ne pas restituer le capital investi.

Risque lié au marché Actions

Risque Sectoriel / Géographique

Risque lié au choix des Actions individuelles

Risque de Change

Impact des Produits Dérivés

Risque de Liquidité

Risque Relatif

Risques Particuliers

AGF Foncier est un OPCVM spécialisé sur les sociétés foncières et immobilières. Parmi les OPCVM de type

Actions de pays de la zone Euro, cette spécialisation implique une exposition particulière au *Risque Sectoriel*.

Ratio de Sharpe 3 ans : 3.31
Ratio de Sharpe 1 an : 1.89

Performance et classements

	Perf	Rang	Catégorie
1 ^{er} janvier	+8.96%	3/21	+8.14%
1 mois	+1.01%	15/21	+1.69%
3 mois	+8.56%	3/21	+7.76%
6 mois	+20.08%	11/20	+19.54%
1 an	+32.22%	7/20	+30.81%
2 ans	+95.15%	2/18	+84.92%
3 ans	+163.39%	2/17	+136.00%
5 ans	+266.88%	1/15	+216.46%
10 ans	+497.70%	4/10	+426.35%

Les performances et les rangs sont calculés par Standard & Poor's au 06/04/2007.

<http://www.boursorama.com/opcvm/opcvm.phtml?code=829263>

ii) Etoile USA 500

Nous avons ici un FCP sur des actions de l'Amérique du nord. Il tente de reproduire la performance de l'indice Standard & Poor's 500 (S&P 500), grâce à une gestion indiciaire étendue.

Code ISIN de l'OPCVM : FR0007085667

Dénomination : ETOILE USA 500

Forme juridique : FCP de droit français

Société de Gestion : ETOILE GESTION

Gestionnaire comptable par délégation : EURO NET ASSET VALUE

Dépositaire : SOCIETE GENERALE

Commissaire aux comptes : Barbier Frinault & Autres

Commercialisateur : CREDIT DU NORD

Autres commercialisateurs : Banque Courtois, Banque Kolb, Banque Laydernier, Banque Nuger, Banque Rhône-Alpes, Banque Tarneaud, Norfinance Gilbert Dupont.

Classification : OPCVM «Actions Internationales »

Catégorie Générale : Actions Amérique du Nord

Valeur liquidative : 71.33 EUR

Date : 10/04/07

Objectif de gestion :

L'objectif de gestion est stratégiquement de reproduire la performance de l'indice Standard & Poor's 500 (S&P 500), en couvrant le risque de change pour un investisseur de la zone euro.

Le gérant peut également rechercher une sur performance en utilisant soit des produits dérivés sur indices ou valeurs, soit des produits de change.

Cette recherche de sur performance est effectuée en respectant un écart de suivi égal au maximum à 4% ou à 20% de la volatilité de l'indice Standard & Poor's 500.

Indicateur de référence et Méthode de gestion

Le fonds est « à gestion indiciaire étendue ».

L'indicateur de référence est l'indice américain Standard and Poor's 500 (code Reuters : .GSPC) disponible sur le site Internet « www.indices.standardandpoors.com », constitué des 500 grandes valeurs, les plus représentatives de l'économie américaine, pondérées par leur capitalisation flottante.

Il est calculé en cours de clôture et est impacté par les dividendes.

L'indice est calculé en dollars.

Stratégie d'investissement :

La stratégie d'investissement consiste à construire un portefeuille dont les caractéristiques de risque sont identiques à celle de l'indice de référence en termes d'exposition en actions et en devises.

Dans le but de gérer sa trésorerie ou éventuellement de dynamiser sa performance, le gérant peut investir jusqu'à 10 % de l'actif en parts ou actions d'OPCVM français (coordonnés ou non) ou étrangers coordonnés, notamment des OPCVM monétaires ou obligataires, libellés en euros ou en dollars.

Actifs utilisés :

Actions composent l'indice de référence, obligations à taux fixe, à taux variable, indexées, parts ou actions d'OPCVM français (coordonnés ou non) ou étrangers coordonnés, notamment des OPCVM

monétaires ou obligataires, libellés en euros ou en dollars., produits dérivés ou des produits intégrant des dérivés

Profil de risque :

Risque actions

Risque de change :

Risque de taux :

Ratio de Sharpe 3 ans : 0.63
Ratio de Sharpe 1 an : 0.64

Performance et classements

	Perf	Rang	Catégorie
1 ^{er} janvier	+1.01%	106/321	+0.58%
1 mois	+2.26%	26/321	+0.70%
3 mois	+1.79%	56/321	+0.03%
6 mois	+5.98%	21/319	+1.53%
1 an	+9.34%	4/305	-1.25%
2 ans	+18.53%	110/279	+16.88%
3 ans	+22.78%	41/264	+14.65%
5 ans	ND	ND	-13.62%
10 ans	ND	ND	+68.52%

Les performances et les rangs sont calculés par Standard & Poor's au 06/04/2007.

<http://www.boursorama.com/opcvm/opcvm.phtml?code=805705>

iii) Finance Reaction

Nous avons ici un FCP portant sur des actions françaises. Il tente de sur performer à moyen/long terme l'indice SBF 120, grâce a une gestion qui combine stock-picking (*bottom-up*) et analyse macroéconomique (*top-down*).

Code Isin : FR0007077326

Dénomination : FINANCE REACTION

Forme Juridique : FCP de droit français

Société de gestion : FINANCE S.A.

Gestionnaire administratif et comptable : Funds Management Services Hoche

Dépositaire : Dexia Investor Services Bank France

Commissaire aux comptes : PRICE WATERHOUSE COOPERS

Commercialisateur : FINANCE S.A., Etablissements placeurs

Catégorie Générale : Actions France

Classification : Actions de pays de la zone euro

Valeur liquidative : 449.73 EUR

Date : 11/04/2007

Objectif de gestion

L'objectif de gestion est de sur performer à moyen/long terme

L'indice SBF 120.

Indicateur de référence

L'indice de référence est le SBF 120 (dividendes non réinvestis). L'indice SBF 120 est un indice pondéré par les capitalisations des 120 principales et plus liquides sociétés du marché français traitées à la bourse de Paris.

Stratégie d'investissement

Le FCP est géré à partir d'un processus d'investissement qui combine stock-picking (*bottom-up*) et analyse macroéconomique (*top-down*). La priorité donnée à l'une ou l'autre des stratégies (*bottom-up et top-down*) dépend des anticipations formulées pour l'économie générale et/ou pour les entreprises et les secteurs d'activités auxquelles elles appartiennent. Ces deux démarches sont menées en parallèle d'une analyse permettant de déterminer, à un moment donné, secteur par secteur, la priorité donnée aux « valeurs de croissance » ou aux « sociétés en retournement ». Les valeurs de croissance sont néanmoins privilégiées, a priori.

Actifs utilisés :

Actions et autres instruments financiers éligibles. Le gérant intervient de manière discrétionnaire sur les grandes, moyennes ou petites sociétés, des marchés français (minimum 60%), ou de la zone euro hors marchés français (25% maximum), voire d'autres marchés internationaux hors zone euro (maximum 10%).

L'OPCVM n'utilise pas les instruments dérivés.

Profil de risque

Risque de perte en capital

Risque actions

Risque lié à la gestion discrétionnaire

Risque de crédit

Risques accessoires :

- Risque de change

- Risque de taux d'intérêt

Ratio de Sharpe 3 ans : 1.78

Ratio de Sharpe 1 an : 1.17

Performance et classements

	Perf	Rang	Catégorie
1 ^{er} janvier	+12.96%	2/238	+4.94%

1 mois	+6.15%	6/239	+3.93%
3 mois	+10.41%	4/238	+4.76%
6 mois	+24.18%	3/237	+11.46%
1 an	+19.79%	5/231	+11.75%
2 ans	+72.43%	4/219	+44.46%
3 ans	+116.78%	3/209	+63.88%
5 ans	ND	ND	+42.74%
10 ans	ND	ND	+131.22%

Les performances et les rangs sont calculés par Standard & Poor's au 06/04/2007.

<http://www.boursorama.com/opcvm/opcvm.phtml?code=805357>

iv) **Generali Croissance Europe**

Ce FCP applique une gestion active en investissements sur les marchés actions Européennes afin d'obtenir une performance, à moyen terme, supérieure à celle mesurée par l'indice de référence MSCI EUROPE.

Code ISIN : FR0007064365

Dénomination : GENERALI CROISSANCE EUROPE

Forme juridique : FCP de droit français

Société de gestion : GENERALI FINANCES

Délégués : EURO NET ASSET VALUE – Délégué de la gestion comptable
EURO-VL – Délégué de la gestion administrative

Dépositaire : SOCIETE GENERALE

Commissaire aux comptes : PricewaterhouseCoopers Audit

Commercialisateur : GENERALI FINANCES

Classification : Actions des Pays de la Communauté Européenne.

Catégorie Générale : Actions Europe

Valeur liquidative : 143.06 EUR

Date : 11/04/2007

Objectif et Méthode de gestion :

L'objectif de gestion du FCP consiste en la maximisation du capital en privilégiant les investissements sur les marchés actions Européens. La recherche de cet objectif s'effectuera à travers une politique active d'allocation et de sélection d'OPCVM afin d'obtenir une performance, à moyen terme, supérieure à celle mesurée par l'indice de référence MSCI EUROPE.

Indicateur de référence :

MSCI EUROPE dividendes non réinvestis.

L'indice MSCI EUROPE est un indice actions, qui reprend l'ensemble des plus importantes capitalisations boursières Européennes afin de couvrir jusqu'à 85% de la capitalisation boursière totale.

Stratégie d'investissement :

Le FCP est exposé de 60 à 100 % aux marchés des actions de la Communauté Européenne. Le FCP est un OPCVM d'OPCVM détenant jusqu'à 100 % de son actif en OPCVM français, ou européens coordonnés, ou OPCVM français détenant au plus 10 % de leurs actifs dans d'autres fonds.

La sélection des OPCVM entrant dans la composition de l'actif du fonds sera réalisée de manière discrétionnaire en privilégiant le style ou le thème de gestion croissance. La principale zone géographique sera la Communauté Européenne. L'orientation de gestion du FCP privilégiera les investissements dans des OPCVM orientés vers les grandes capitalisations boursières de tous secteurs.

Actifs utilisés :

OPCVM, instruments dérivés, opérations de dépôts et d'emprunts d'espèce.

Profil de risque :

Risque lié à la gestion discrétionnaire

Risque actions

Risque de change

Risque de perte en capital

Ratio de Sharpe 3 ans	:	1.79
Ratio de Sharpe 1 an	:	0.66

Performance et classements

	Perf	Rang	Catégorie
1 ^{er} janvier	+4.95%	157/424	+4.71%
1 mois	+3.57%	237/425	+3.70%
3 mois	+4.44%	182/424	+4.39%
6 mois	+13.86%	79/414	+11.67%
1 an	+12.08%	218/400	+12.36%
2 ans	+47.06%	118/347	+45.09%
3 ans	+70.18%	65/307	+62.08%
5 ans	+40.89%	76/220	+37.72%
10 ans	ND	ND	+111.84%

Les performances et les rangs sont calculés par Standard & Poor's au 06/04/2007.

<http://www.boursorama.com/opcvm/opcvm.phtml?code=805013>

v) **Dorval Manageurs**

Ce FCP nous propose une gestion value (stock-picking) sur des actions françaises et de dégager une performance supérieur à son indice de référence le CAC40.

Code ISIN : FR0010158048

Dénomination : DORVAL MANAGEURS

Forme juridique : FCP de droit français

Société de gestion : Dorval Finance

Autres déléataires : Gestion administrative et comptable : CM-CIC ASSET MANAGEMENT

Dépositaire : CM-CIC Securities

Commissaires aux comptes : KPMG

Commercialisateur : Dorval Finance

Classification : OPCVM « Actions Françaises »

Catégorie Générale : FCP Français

Valeur liquidative : 156.82 EUR

Date : 11/04/07

Objectif de gestion :

A un horizon supérieur à cinq ans, son objectif est, en s'appuyant sur un analyse fondamentale des sociétés cotées, de dégager une performance supérieure à son indice de référence, l'indice CAC 40.

Indicateur de référence : Indice CAC 40

L'indice CAC 40, calculé par la société Euronext, représentatif des plus grandes capitalisations de la Bourse de Paris est disponible sur le site www.euronext.com. Il s'agit d'un indice composé des 40 valeurs les plus importantes de la bourse de Paris. Il représente plus de 70% de la capitalisation boursière de la place de Paris. La convention de calcul est telle qu'il n'est pas tenu compte du réinvestissement des dividendes.

Stratégie d'investissement :

1 – Stratégies utilisées :

Le FCP s'appuie sur une gestion active recherchant une sur-performance par rapport à l'indicateur de référence sans contrainte. Il est concentré sur 30 titres environ. Les investissements pourront s'effectuer sans distinction de taille sur toutes capitalisations. Cette sélection sera opérée uniquement sur la base d'une stratégie d'analyse individuelle et approfondie des sociétés (« stock picking ») qui ne vise pas à dupliquer son indicateur de référence. Le portefeuille est géré selon une méthodologie fondée sur les concepts « GARP » (« croissance à prix raisonnable »). Cela signifie que les gestionnaires concentreront leurs investissements sur des titres dont le cours de bourse ne reflète pas, selon eux, la valeur réelle de la société et sur lesquels, ils considèrent, que le risque de baisse est limité.

2 – Actifs (hors dérivés intégrés) :

Actions, Titres de créances , Actions ou parts d'autres OPCVM ou fonds d'investissement, Actifs Dérogatoires (hors bons de caisse, billets hypothécaires, billets à ordre), Instruments financiers dérivés, Titres intégrant des dérivés et stratégie d'utilisation (certificats, bons de souscription ...), Dépôts, Emprunts d'espèces, Acquisition et cession temporaire de titres.

Profil de risque :

Risque actions petites valeurs

Risque actions

Risque de marché

Risque de change

Risque de perte en capital

Risque de taux

Risque de crédit

Ratio de Sharpe 3 ans : ND

Ratio de Sharpe 1 an : 1.30

Performance et classements

	Perf	Rang	Catégorie
1 ^{er} janvier	+9.36%	11/238	+4.94%
1 mois	+3.87%	121/239	+3.93%
3 mois	+9.97%	6/238	+4.76%
6 mois	+18.89%	16/237	+11.46%
1 an	+19.87%	4/231	+11.75%
2 ans	+55.95%	20/219	+44.46%
3 ans	ND	ND	+63.88%
5 ans	ND	ND	+42.74%
10 ans	ND	ND	+131.22%

Les performances et les rangs sont calculés par Standard & Poor's au 06/04/2007.

<http://www.boursorama.com/opcvm/opcvm.phtml?code=806677>

vi) New Internet Europe

Ce FCP nous propose d'investir dans des actions internationales dans le secteur de l'Internet en essayant de battre le Dow Jones Stoxx 600. Cette gestion mélange une gestion bottom-up, top-down et value (sectoriel).

Code ISIN : FR0007037916

Dénomination : NEW INTERNET EUROPE

Forme juridique : Fonds Commun de Placement (FCP) de droit français

Société de Gestion : Louvre Gestion

Gestionnaire comptable par délégation : Natexis Investor Servicing

Gestionnaire administratif par délégation : Natexis Investor Servicing

Dépositaire : Natexis

Commissaire aux comptes : KPMG AUDIT
Commercialisateur : HSBC Private Bank France
Classification : Actions internationales
Catégorie Générale : Secteur - TMT Europe
Valeur liquidative : 53.42 EUR
Date : 11/04/07

Objectif de gestion :

L'objectif du fonds New Internet Europe est d'obtenir une performance supérieure à celle de l'indice Dow Jones Stoxx 600, en bénéficiant de l'essor de l'internet.

Indicateur de référence :

L'indice de référence de New Internet Europe est l'indice Dow Jones Stoxx 600 qui est composé par les grandes valeurs européennes. Cet indice est calculé sur les cours de clôture, dividendes réinvestis. Du fait de son positionnement sectoriel et de son approche de gestion par le stock picking, le FCP pourra s'éloigner de son indicateur de référence tant dans sa composition que dans sa performance. Il n'existe pas d'indice pertinent à ce jour couvrant dans sa pleine dimension le secteur de l'internet.

Stratégie d'investissement :

La gestion du fonds est active et basée sur le stock-picking (sélection de titres). L'univers d'investissement du FCP est très large et est reflété par l'indice Dow Jones Stoxx 600. Les valeurs du secteur de l'Internet seront majoritairement représentées dans le fonds. La sélection d'actions internationales de l'univers Internet se fait à trois niveaux. Le premier concerne l'exposition de la valeur à un des sous-secteurs de l'internet. L'essor d'Internet profite entre autres, mais pas uniquement, à des secteurs tels le commerce en ligne, les fournisseurs d'accès à l'Internet, les portails, la fabrication de matériel lié à l'Internet, la finance en ligne, les moteurs de recherche en ligne, la publicité en ligne, ...

Le second niveau consiste en une analyse financière approfondie pour juger de la solidité financière de la valeur. Le troisième niveau considère le niveau de valorisation de l'entreprise et son potentiel d'appréciation.

Profil de risque :

Risque de capital
Risque de gestion discrétionnaire
Risque de marché actions
Risque de change
Risques accessoires :
- Risque de taux
- Risque de crédit

Ratio de Sharpe 3 ans	:	0.58
Ratio de Sharpe 1 an	:	-0.29

Performance et classements

	Perf	Rang	Catégorie
1 ^{er} janvier	+8.58%	2/41	+2.52%
1 mois	+4.38%	7/41	+3.67%
3 mois	+6.05%	2/41	+0.81%
6 mois	+17.73%	4/41	+11.03%
1 an	-2.97%	25/37	+2.89%
2 ans	+32.37%	8/37	+25.35%
3 ans	+36.38%	7/37	+22.64%
5 ans	+47.76%	3/34	-1.71%
10 ans	ND	ND	+0.00%

Les performances et les rangs sont calculés par Standard & Poor's au 06/04/2007.

<http://www.boursorama.com/opcvm/opcvm.phtml?code=803707>

vii) Brongniart Avenir

Ce FCP nous propose une gestion bottom-up et growth sur des actions des pays de la Communauté Européenne et tente de surperformer , l'indice Dow Jones STOXX 600.

Code ISIN : FR0010259358

Dénomination : BRONGNIART AVENIR

Forme juridique : FCP de droit français

Société de gestion : CM-CIC AM

Autres délégués (délégation de gestion financière) : BLC Gestion

Dépositaire : CIC

Commissaires aux comptes : BDO MARQUE ET GENDROT

Commercialisateur : BLC Gestion

Classification : OPCVM Actions des pays de la Communauté Européenne

Catégorie Générale : Actions Europe

Valeur liquidative : 135.16 EUR

Date : 11/04/07

Objectif de gestion :

Cet OPCVM a pour objectif la recherche d'une surperformance par rapport à son indice de référence, l'indice Dow Jones STOXX 600

Indicateur de référence :

L'indicateur de référence est l'indice Dow Jones STOXX 600, calculé par la société Stox Limited. Il couvre l'ensemble de l'Europe, soit les 15 pays de l'UE et la Suisse. Il comprend 665 valeurs représentant 80% de la capitalisation boursière européenne. Sa composition est révisée trimestriellement. Cet indice est utilisé comme élément d'appréciation a posteriori. L'OPCVM peut s'écarter sensiblement de la répartition de l'indice.

Stratégie d'investissement et actifs utilisés :

L'OPCVM étant éligible au PEA, il s'engage à respecter en permanence un investissement minimum de 75% en actions cotées sur le marché des actions des pays de la Communauté Européenne. Le FCP est investi principalement en actions de grandes ou moyennes capitalisations des pays de la communauté européenne Idem note détaillée

La stratégie d'investissement de l'OPCVM est opportuniste et déterminée au moyen d'une analyse fondamentale de sociétés performantes (structure bilancielle, retour sur capitaux propres, cash flow, qualité des dirigeants...) qui devra permettre de délimiter un univers d'actions sous-évaluées par les marchés boursiers au regard de la valeur intrinsèque qu'elles représentent.

Profil de risque :

Risque actions

Risque de change

Risque de taux

Risque de crédit

Risque lié à l'utilisation des instruments dérivés

Risque de perte en capital

Performance et classements

	Perf	Rang	Catégorie
1 ^{er} janvier	+8.42%	16/424	+4.71%
1 mois	+4.41%	81/425	+3.70%
3 mois	+7.25%	31/424	+4.39%
6 mois	ND	ND	+11.67%
1 an	ND	ND	+12.36%
2 ans	ND	ND	+45.09%
3 ans	ND	ND	+62.08%
5 ans	ND	ND	+37.72%
10 ans	ND	ND	+111.84%

<http://www.boursorama.com/opcvm/opcvm.phtml?code=806991>

Conclusion

La gestion de portefeuille est une matière encore récente et elle est en constante évolution. Les chercheurs et professionnels sont toujours à la recherche d'évolutions et à l'affût de nouvelles approches pour avoir une rentabilité maximale. La gestion benchmarkée qui fut un temps très apprécié s'est vu rattraper par d'autre type de gestion comme la gestion alternative avec les hedge funds ou les fonds « total return » qui sont des fonds qui cherchent à obtenir un rendement positif dans n'importe quelle situation de marché. Car la gestion benchmarkée est corrélée aux fluctuations et en temps de crise un gestionnaire pourra difficilement faire de bonne performance tandis que ces nouvelles gestions sont complètement décorrélé du marché ; mais celles-ci sont beaucoup plus risquées dû à leur liberté.

La gestion benchmarkée n'en est pas pour autant une mauvaise gestion, nous l'avons vu avec notre exemple sur le secteur immobilier, qu'une gestion benchmarkée pouvait avoir de très bonne performance.

Mais le choix de la gestion se fait avant tout suivant le couple risque/rentabilité, plus un investisseur prendra de risque plus sa fourchette de gain (comme de perte) sera grande.

Ainsi nous pouvons conclure sur le fait que la gestion de portefeuille est en constante évolution et que c'est le client qui détermine la méthode de gestion suivant son aversion au risque et la rentabilité qu'il cherche à atteindre.

Bibliographie

Livres :

- « **La théorie moderne du portefeuille** », Florin Aftalion, Patrice Poncet, Roland Portait ; Edition Que sais-je 1998
- « **Conseil et gestion de patrimoine** », Karim Kheirat, Franck Teyssonier ; Edition Economica 1999
- « **Gestion quantitative des portefeuilles d'actions** », Noel Amenc, Veronique Le Sourd ; Edition Economica 1998

Sites Internet :

- www.boursorama.com
- <http://fr.wikipedia.org/wiki/Accueil>
- www.master203.com
- www.google.fr
- www.amf-france.org