

# L'AGEFI

ALLOCATION D'ACTIFS

## Les styles de gestion soumis aux impératifs marketing

*Les enjeux : Depuis maintenant cinq ans, les fonds spécialisés dans les valeurs sous-évaluées ont bien mieux performé que les produits concentrés sur les valeurs de croissance. Ces derniers mois, de nombreux fonds « value » ont vu le jour pour être proposés à la clientèle institutionnelle. Ce regain d'intérêt a relancé le débat sur l'opposition des deux styles de gestion et sur la possibilité de voir, sur le très long terme, un style finalement l'emporter sur l'autre*

✓ *Les solutions : De l'avis de certains professionnels, rien ne sert d'opposer les deux méthodes, le tout étant de bien diversifier son portefeuille entre les différents styles. Mais cette diversification n'est pas toujours facile pour les particuliers : contrairement à la situation sur le marché des institutionnels, les sociétés de gestion hésitent souvent à faire figurer le style dans le nom des fonds destinés à ce segment de clientèle*

**G**estion *growth* ou gestion *value* ? Même si la gestion d'actifs ne se limite pas à l'un de ces deux styles de gestion, la bonne tenue des *value* depuis le début de l'année semble avoir ranimé le débat. Depuis environ cinq ans, les gérants attachés au rendement ont généralement mieux performé que les gérants misant sur la croissance. Est-ce à dire qu'un style de gestion est durablement plus performant qu'un autre ? La réponse est loin d'être aussi évidente que peuvent le laisser penser les graphiques comparant les deux styles de gestion (voir graphique).

Même si, temporairement, rendement et croissance peuvent présenter des dissensions dans leurs performances, les allocataires d'actifs sont loin d'être unanimes quant à l'importance à donner au style dans les processus d'allocation, notamment en Europe. Sur ce marché, la dénomination d'un fonds *growth* ou *value* est, en effet, parfois moins représentative d'un processus de gestion qu'elle

ne répond à un besoin *marketing*. Par ailleurs, selon la clientèle visée, institutionnelle ou particulière, il n'est pas évident que le style de gestion présente la même pertinence.

### DÉFINITION

Mais que recouvrent les termes de *value* et *growth* ? « Il n'y a pas des valeurs de croissance et des valeurs *value*, mais ce sont les gérants qui adoptent l'un ou l'autre des styles », entend-on inmanquablement chez les gérants qui se réclament de l'une ou l'autre catégorie. Il n'empêche, certaines caractéristiques communes se retrouvent sur certaines valeurs même si, selon le cycle économique, un titre peut tour à tour changer de camp.

Traditionnellement, une valeur de croissance se définit comme ayant la capacité de croître plus vite que la moyenne du marché dans les trois à cinq années à venir. « Mais de quelle croissance parlons-nous ? », s'interroge François de Saint-Pierre, directeur de la gestion actions chez Lazard Frères Gestion, qui ne se revendique ni

*growth*, ni *value*. De la croissance des bénéfiques, du chiffre d'affaires, des bénéfiques nets par action, des capitaux employés ? » Il est clair que bien définir les concepts permettrait d'éclairer le débat. Pour Benoît Flamant, directeur général de IT Asset Management, société de gestion clairement identifiée comme *growth*, la cible « est une société de qualité, qui se distingue par son positionnement sur un ou des secteurs porteurs et par sa capacité à innover ».

**Valeur de croissance ne signifie pas automatiquement nouvelles technologies**

Au niveau des secteurs, Thomas Dhainaut, gérant actions chez Louvre Gestion, définit deux types de valeurs de croissance : les valeurs de croissance traditionnelles et les cycliques. Les premières concernent les secteurs de la santé, des cosmétiques, de l'agroalimentaire, et les secondes englobent les technologies, les médias et le luxe.

On remarque donc que valeur de croissance ne signifie pas automatiquement nouvelles techno-

# L'AGEFI

logies. De la même manière, l'appartenance d'une valeur à un secteur industriel ne définit pas systématiquement son style.

A partir du moment « où l'on fait du stock-picking, on peut trouver des growth partout, indique Benoît Flamant. Mais il est tout de même plus intéressant d'aller les chercher dans une industrie en perpétuel mouvement, comme les technologies ».

**« Aux Etats-Unis, il existe des distorsions de performance des fonds selon qu'ils étaient growth ou value »**

De leur côté, les titres *value* sont des actions dont le cours est considéré comme sous-évalué par rapport au marché, selon des ratios de valorisation (*price to book* - cours sur actif net -, *PER* - cours sur bénéfices) ou de croissance des bénéfices. « Nous regardons les deux », déclare Alain Vieil, gérant actions européennes chez Crédit Agricole Asset Management. Mais une fois encore, François de Saint-Pierre s'interroge : « De quels bénéfices s'agit-il ? Passés, en cours ou à venir ? De plus, il faut regarder la qualité des bénéfices. Avant de faire faillite, Enron n'avait jamais fait de perte. »

Enfin, des fournisseurs d'indices comme DowJones Indexes, MSCI, Russell et Standard & Poor's ont construit des indices *growth* et *value*. Mais nombre de gérants affirment ne pas y faire référence pour deux raisons. La première tient au fait que l'objectif est de battre le marché dans son ensemble. La seconde est qu'ils estiment que ce n'est pas aux fournisseurs d'indices de leur dire quel type de valeurs est considéré comme une valeur de croissance ou *value*.

## DES PERFORMANCES HÉTÉROGÈNES

Les études académiques ne manquent pas et concluent toutes à la même chose : sur certaines

périodes, un style de gestion peut l'emporter sur l'autre. « Aux Etats-Unis, selon les périodes considérées, nous avons noté des distorsions de performance des fonds selon qu'ils étaient *growth* ou *value*, quels que soient les thèmes annoncés par les gérants ou les sociétés de gestion », explique Frédéric Lorenzini, rédacteur en chef chez Morningstar. Il existe donc des éléments factuels pour démontrer que cette distinction existe outre-Atlantique. Sur ce marché, des fonds se définissent résolument comme étant *growth* ou *value*.

C'est beaucoup moins le cas en Europe. « Sur ces derniers marchés, nous ne disposons pas encore aujourd'hui d'historique suffisamment complet pour élaborer ce genre de statistiques. Il est donc difficile de classer tous les gérants », complète Frédéric Lorenzini. Pour preuve, les fonds de réserve des retraites (FRR) en Europe ont alloué des mandats de grosses ou petites capitalisations, mais pas de mandats *growth* ou *value*, à l'inverse des Etats-Unis.

Malgré tout, un consultant assure que « le style de gestion est un phénomène global. Même dans les pays où le marché est moins développé, il y a des facteurs de style qui restent tout de même observables ».

## LES STYLES CONFRONTÉS AUX AUTRES FACTEURS DIFFÉRENCIANTS

Un des reproches souvent avancés par ceux qui ne croient pas à la pertinence de la classification des valeurs par les styles est la corrélation qui peut exister entre les styles des titres et d'autres facteurs différenciants comme la taille de capitalisation ou le secteur d'activité des entreprises considérées.

En effet, intuitivement, une petite capitalisation, par nature sur des marchés plus dynamiques, peut être assimilée au style de croissance (les gros fonds *growth*

ont, en effet, souvent un biais *small caps*), tandis que des grosses capitalisations, dont l'activité est davantage assise et qui peuvent distribuer des dividendes importants, peuvent être assimilées à des valeurs *value*.

Sur ce point, les études académiques concluent plutôt à une indépendance du critère de style par rapport aux autres critères. Il existe des petites capitalisations classées dans les deux styles, de la même manière que, au sein d'un même secteur, des valeurs peuvent s'inscrire soit dans la catégorie *value*, soit dans la catégorie *growth*.

## INSTABILITÉ DE LA CLASSIFICATION

Le principal défaut de la classification des valeurs par styles est son instabilité. Selon les périodes, certaines valeurs peuvent passer d'un style à un autre très rapidement. On a vu ces dernières années des valeurs changer de statut plusieurs fois. C'est, par exemple, le cas d'Alcatel. Elle est passée de *growth* au plus haut de la bulle, à *destressed* après la chute des marchés, puis *value*.

La frontière entre les deux catégories n'est donc pas imperméable, ce qui a comme conséquence de faire passer un gérant d'un style à l'autre alors que les positions de son portefeuille ont très peu évolué. Il en résulte qu'il est parfois difficile d'associer durablement un processus de gestion à l'un des deux styles.

## FAIBLE PRÉDICTIONNABILITÉ

Les facteurs qui déterminent la surperformance d'un style par rapport à l'autre sont au nombre de trois. En premier lieu, c'est le cycle économique qui dictera quel style est favorisé par rapport à l'autre. Le deuxième facteur est le niveau d'évaluation des actions. Enfin, le troisième, et non le moindre, est le comportement (parfois irrationnel) des investisseurs. Le problème, c'est qu'il est très difficile de prévoir quel

# L'AGEFI

style sera gagnant à moyen terme. « *Aussi difficile que de donner le niveau d'un indice à la fin de l'année* », ironise un gestionnaire. L'exercice s'avère d'autant plus hasardeux que chaque style peut performer différemment selon les zones géographiques. Des études menées par les cabinets de consultants ont d'ailleurs démontré que le « *timing de style* », c'est-à-dire l'anticipation par un allocataire ou un gérant du style qui performera mieux que l'autre dans un futur proche, ne fonctionne que très rarement.

**« Nous recommandons d'avoir une mixité de styles de gestion au sein du portefeuille. Notre approche est de ne pas faire de pari marqué de style de gestion »**

## CONSTRUCTION DES PORTEFEUILLES COMPLEXES

Se pose alors le problème de la construction du portefeuille. Le style de gestion est-il un critère prépondérant dans la sélection des fonds au sein d'un portefeuille ? Le débat n'est pas encore clos. Sur le marché de la gestion institutionnelle, la majorité des consultants veille à ce que le portefeuille investi ne présente aucun biais de style par rapport au benchmark. « *Comme il n'est pas possible de faire du timing de style, nous veillons à ce que tous les styles soient représentés dans les mêmes proportions que l'indice de référence, même si certains produits, pris isolément dans le portefeuille, s'avèrent très typés* », explique-t-on chez Russell. Chez SEI, l'approche, sur ce point, est similaire. « *Nous recommandons d'avoir une mixité de styles de gestion au sein du portefeuille. Notre approche est de ne pas faire de pari marqué de style de gestion.* » Le consultant estime donc qu'un biais de style correspond à un risque supplémentaire supporté par l'investisseur.

Comme il n'est pas possible de

prévoir lequel des styles performera le mieux, une diversification est donc de mise. Ceci au même titre qu'un investisseur va devoir diversifier ses différentes classes d'actifs. Toutefois, les gérants défendent toujours un peu leur chapelle. Les fonds *value* sont parfois moins volatils et « *assurent un filet de sécurité*, constate Alain Viel. *On s'aperçoit que les valeurs décotées peuvent servir de parachute* ». De leur côté, les fonds *growth* offrent des perspectives de performance plus importantes dans les périodes de hausse des marchés et contribuent ainsi à dynamiser un portefeuille.

## MARKETING

La prise en compte des critères de styles est aujourd'hui largement partagée par le marché, même si certains irréductibles considèrent que les critères *value* et *growth* sont assez peu importants dans leur décision d'allocation. Les sociétés de gestion doivent donc proposer des produits différenciés et bien les identifier en tant que tels.

***Sur les produits destinés aux particuliers, la mode est aujourd'hui aux produits patrimoniaux, censés bien se comporter dans n'importe quelle situation de marché***

Sachant qu'il est évidemment beaucoup plus facile de proposer un produit avec de bonnes performances passées, on voit actuellement éclore de nouveaux produits estampillés *value* à destination des institutionnels. « *C'est un effet de gamme. Nous devons pouvoir proposer ce type de produits aux investisseurs*, explique une société de gestion. *Aujourd'hui, les fonds value sont plus favorisés que les fonds growth. Il est difficile, pour les gérants estampillés plutôt croissance, de s'afficher comme tels. Le marketing l'emporte donc sur la conviction qui peut être propre à un gérant.* » En

effet, le succès des fonds *value*, en termes de performances, a entraîné un développement de l'offre alors que, dans le même temps, les créations de fonds *growth* diminuaient.

Les maisons qui n'avaient pas ce type de produits dans leur gamme en ont créé. Certaines sociétés de gestion *growth* n'ont d'ailleurs pas hésité à racheter des maisons *value* afin de pouvoir proposer l'offre la plus complète. Ce phénomène valait d'ailleurs aussi quand les fonds valeurs de croissance performaient.

## UNE SITUATION DIFFÉRENTE POUR LES PARTICULIERS

Sur les produits destinés aux particuliers, le positionnement des sociétés de gestion est un peu différent. La mode est aujourd'hui aux produits patrimoniaux, censés bien se comporter dans n'importe quelle situation de marché. D'autant que les clients particuliers ne disposent pas toujours de placements financiers assez importants pour diversifier correctement toutes les classes d'actifs qu'ils possèdent en portefeuille.

Il est donc délicat, pour un gérant visant une clientèle finale de particuliers, de se positionner clairement sur l'un ou l'autre des styles, avouant de ce fait qu'il est plus à l'aise dans certaines phases de marché que dans d'autres. La débâcle de certains fonds *growth* lors de l'éclatement de la bulle technologique a laissé des traces. « *Nous nous adressons, via notre réseau, à une clientèle de particuliers*, explique un gérant. *Il est donc préférable, aujourd'hui, d'être plutôt défensif, ce que véhicule ce type de produit.* » Ce n'est pas pour autant qu'on retrouve le terme *value* dans le nom des produits, les fournisseurs lui préférant souvent le terme rendement. « *Nous allons développer une gamme de produits value qui offrent un rendement supérieur au marché, confie le même gérant. Si on me de-*

# L'AGEFI

*mande mon avis sur le nom des produits, le terme rendement apparaîtra, mais pas celui de value. » Ce concept est bien compris par les institutionnels, mais du côté des particuliers, la notion de rendement est mieux perçue. Pour les conseillers en gestion de patrimoine, « l'approche value est presque la panacée car ces fonds ont des comportements asymétri-*

*ques. Ce sont de bons protecteurs du patrimoine », estime Philippe Sabbah, directeur de la clientèle institutionnelle chez JP Morgan Fleming Asset Management.*

Quoi qu'il en soit, il n'y a finalement pas forcément de raisons d'opposer ces deux styles de gestion. « *Le style est un élément de diversification de l'allocation », rappelle Frédéric Pétiniot, direc-*

teur général du cabinet de consultants Amadeis.

Dans tous les cas, les sélectionneurs de produits sont unanimes : il préfèrent les gérants fidèles à leur process. On ne s'improvise pas *growth* ou *value* du jour au lendemain. ■

## Genèse des concepts de value et growth

Le marché américain est si large que certains investisseurs ont eu besoin d'élaborer des repères et des grilles de lecture afin de déterminer, par exemple, si un titre est surévalué ou non. La segmentation entre styles de gestion est née aux Etats-Unis il y a une dizaine d'années. Les cabinets de consultants et les sélectionneurs de fonds sont notamment intervenus pour imposer aux sociétés de gestion une transparence dans leur processus d'investissement et pouvoir ainsi les classer selon leur style de gestion, rendant la commercialisation des produits plus aisée (Ndlr : les fameuses boîtes de style). Cette classification n'était qu'une remise au goût du jour des concepts développés au début du siècle. Les premières références au concept de *value* remontent, en effet, aux années 30. En 1934, David Dodd et Benjamin Graham, respectivement professeur de finance à l'Université de Columbia à New York et gérant à Wall Street, constataient dans leur ouvrage « *Securities Analysis* » que les actions peu chères par rapport aux autres actions du marché procuraient sur le long terme les meilleurs rendements.

Dans les années 90, la configuration des marchés a fortement encou-

ragé les investisseurs à généraliser la prise en compte des critères de styles dans la sélection des fonds. « *Il y a dix ans, nous étions dans un mouvement relativement soutenu de croissance des actions, rappelle Philippe Sabbah, directeur de la clientèle institutionnelle chez JP Morgan Fleming Asset Management. Le dogme du benchmark n'était donc pas remis en cause. »*

Avec la hausse des marchés à cette époque, les processus d'investissement consistaient à faire une analyse macroéconomique (*approche top down*), suivie d'une segmentation entre les titres cycliques et non cycliques. Mais cette segmentation n'était pas assez fine pour expliquer les anomalies du marché. Certaines cycliques ne surperformaient pas en phase de hausse des marchés : elles étaient si chères que leurs performances réelles n'étaient pas intéressantes. Des actions se payaient plusieurs dizaines de fois des bénéfices hypothétiques. L'approche classique de valorisation des titres n'avait donc plus de sens. « *L'importance récente donnée à la notion de prix des actions a donné naissance aux concepts de valeurs de croissance et value », indique Philippe Sabbah.*

# L'AGEFI

## La gestion « growth » d'IT Asset Management

L'univers d'investissement est représenté par les technologies de l'information, dont le MSCI IT est l'indice le plus représentatif. Le premier *screening* est *top down* : nous définissons les secteurs dans lesquels nous souhaitons être investis, ceux où nos critères de croissance sur un horizon 3-5 ans sont suffisamment prometteurs et prévisibles. Citons, parmi les critères, l'existence d'un marché final; avec des concurrents et des motivations d'achat bien définies : une technologie ne constitue pas toujours, loin de là, un marché. Ensuite, c'est du *stock-picking* pur. Nous regardons quelle est la société qui porte le mieux nos thèmes d'investissement, la qualité de son management, son agilité, son degré de transparence, sa technologie, sa stratégie... Nous analysons ensuite différents ratios de valorisation (P/E, *cash-flow*...) pour déterminer un objectif de cours à 12 mois. Il en ressort une *short list* d'une soixantaine de titres auxquels nous affectons une note comprise entre 1 (la meilleure) et 4 (la moins bonne). Nous faisons nos choix d'investissement en fonction de ces notations. Afin d'éviter toute complaisance dans la construction du portefeuille, nous définissons le poids de la valeur dans le portefeuille en fonction de sa note et de son objectif de cours à 12 mois. Enfin, parce que les valeurs technologiques sont plus volatiles que les marchés d'actions, nous gérons la ligne dynamiquement. Nous prenons des profits quand l'objectif de cours est dépassé et rachetons lorsque la valeur devient survendue. Ceci permet d'améliorer le couple performance-volatilité.