



Du bon usage des benchmarks

Comment évaluer la surperformance d'un gérant actif (traditionnel ou alternatif)

Novembre 2011

“ Utilisation des benchmarks

“ Analyse de style

“ Peer Grouping

“ Conclusion

Utilisation des benchmarks

Utilité des benchmarks

Un benchmark :

“ est un portefeuille de référence représentant les risques associés à un style de gestion spécifique (géographique, sectoriel, etc)

“ permet l'évaluation de la performance d'un gérant

- . Gestion passive:

 - “ Utilisé comme mesure du risque (tracking error)

 - “ Frais = 1%

- . Gestion active:

 - “ Utilisé comme mesure de la valeur ajoutée

 - (alpha = surperformance par rapport au benchmark)

 - “ Frais = 2% & 20%

➤ La bonne définition d'un benchmark est primordiale pour l'estimation de l'alpha d'un gérant

Le choix du bon benchmark

Gérant indexé

- . Univers délimité
- . Gestionnaire sur/sous-pondère les titres de l'univers
- . Choix d'un benchmark relativement simple (ex. S&P 500, MSCI Europe Small Cap, etc.)

Gérant flexible

- . Univers pouvant inclure plusieurs classes d'actifs
- . Prise de positions basée sur de fortes convictions
- . Choix du benchmark ad hoc en fonction du style de gestion

Exemple 1

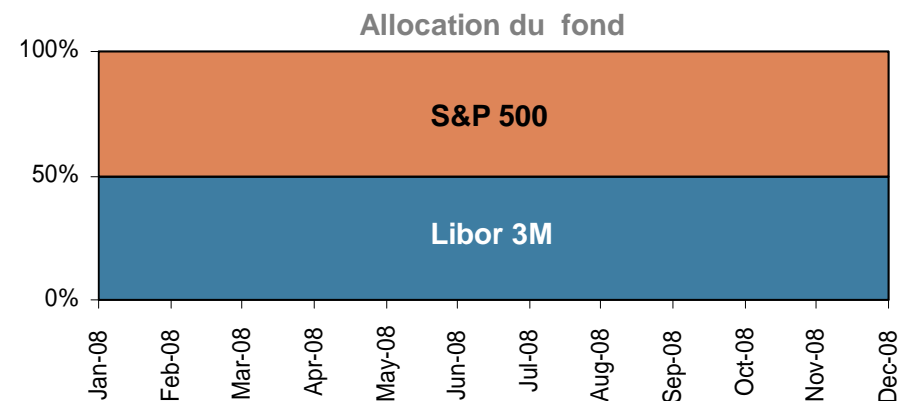
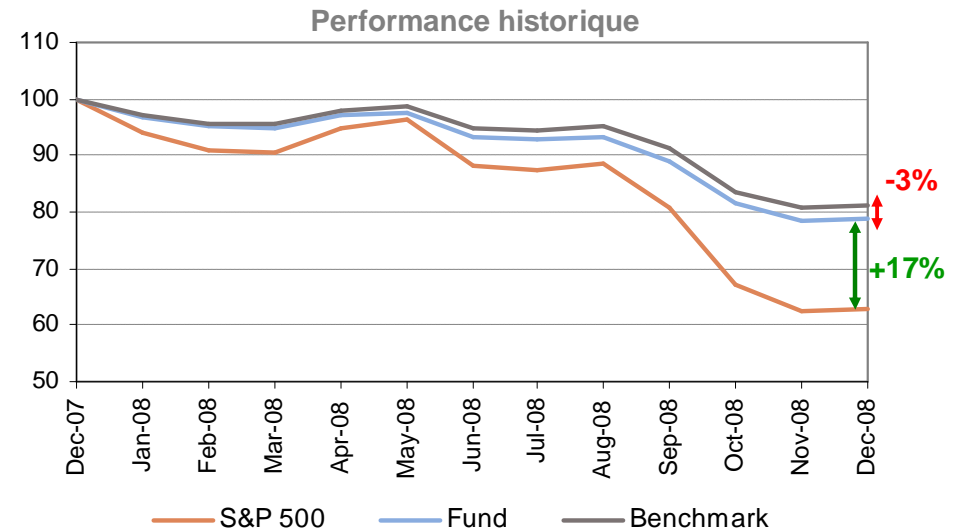
Considérons le fond ayant les caractéristiques suivantes :

- Univers d'investissement : actions américaines et liquidités
- Indice de référence : S&P 500

Si le gérant génère une performance de -20% en 2008 alors que S&P 500 perd -37%, pouvons-nous conclure à un **alpha positif de +17%** ?

Sachant que le fond est toujours investi à 50% dans un ETF indexé sur le S&P 500 et à 50% dans un fonds monétaire :

- Gestion passive
- Benchmark approprié: 50% du S&P 500 et à 50% du Libor 3M
- **Alpha de -3%**



Exemple 2

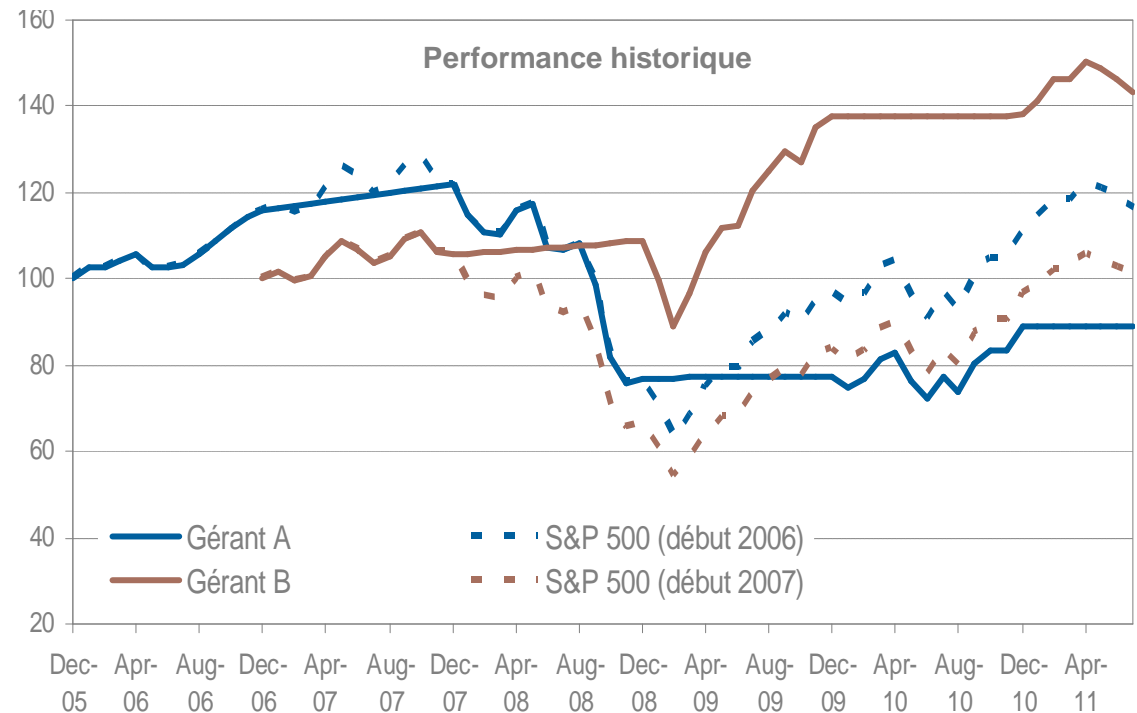
Gérant A:

- . Systématiquement investit une année dans un ETF indexé au S&P 500 et la année suivante dans un fonds monétaire
- . Indice de référence S&P 500
- . Démarre son fond en 2006
- . **Alpha -23 %**

Gérant B:

- . Systématiquement investit une année dans un ETF indexé au S&P 500 et la année suivante dans un fonds monétaire
- . Indice de référence S&P 500
- . Démarre son fond en 2007
- . **Alpha +42 %**

Pouvons-nous conclure que le gérant B a généré plus d'alpha que le gérant A ?

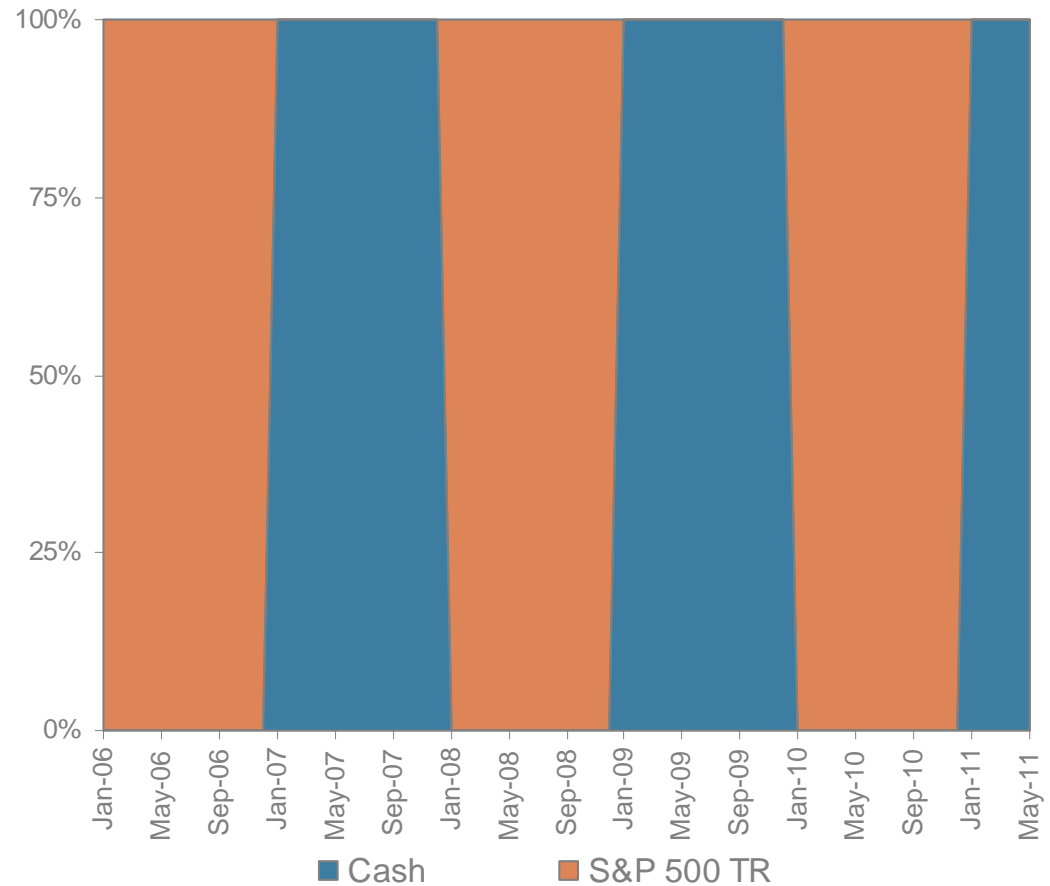


Exemple 2 (suite)

“ Les deux gérants ont une gestion passive (prise de position mécanique)

“ On peut donc trouver un benchmark représentatif de leur allocation

➤ **Alpha 0 %**



“ Utilisations des Benchmarks

“ Analyse de style

“ Peer Grouping

“ Conclusion

Analyse de style

Comment savoir si le gérant suit un benchmark ?

Répliquer la allocation historique du gérant par analyse de style

L'analyse de style est :

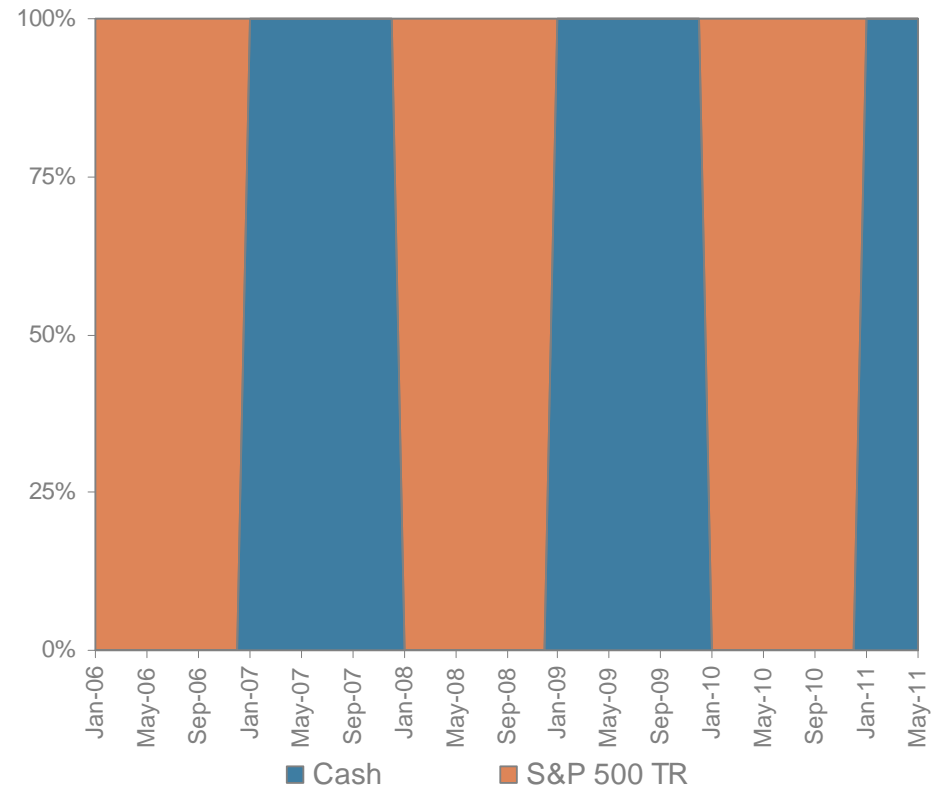
- . Une méthode statistique permettant la détection des biais et des dépendances d'un gérant par rapport des indices donnés
- . Se faire une opinion de la gestion d'un gérant sans le rencontrer (utilisant uniquement la performance historique du gérant)
- . Basée sur des régressions multilinéaires



Exemple 1 : Analyse de style du gérant A

Rappel du Gérant A:

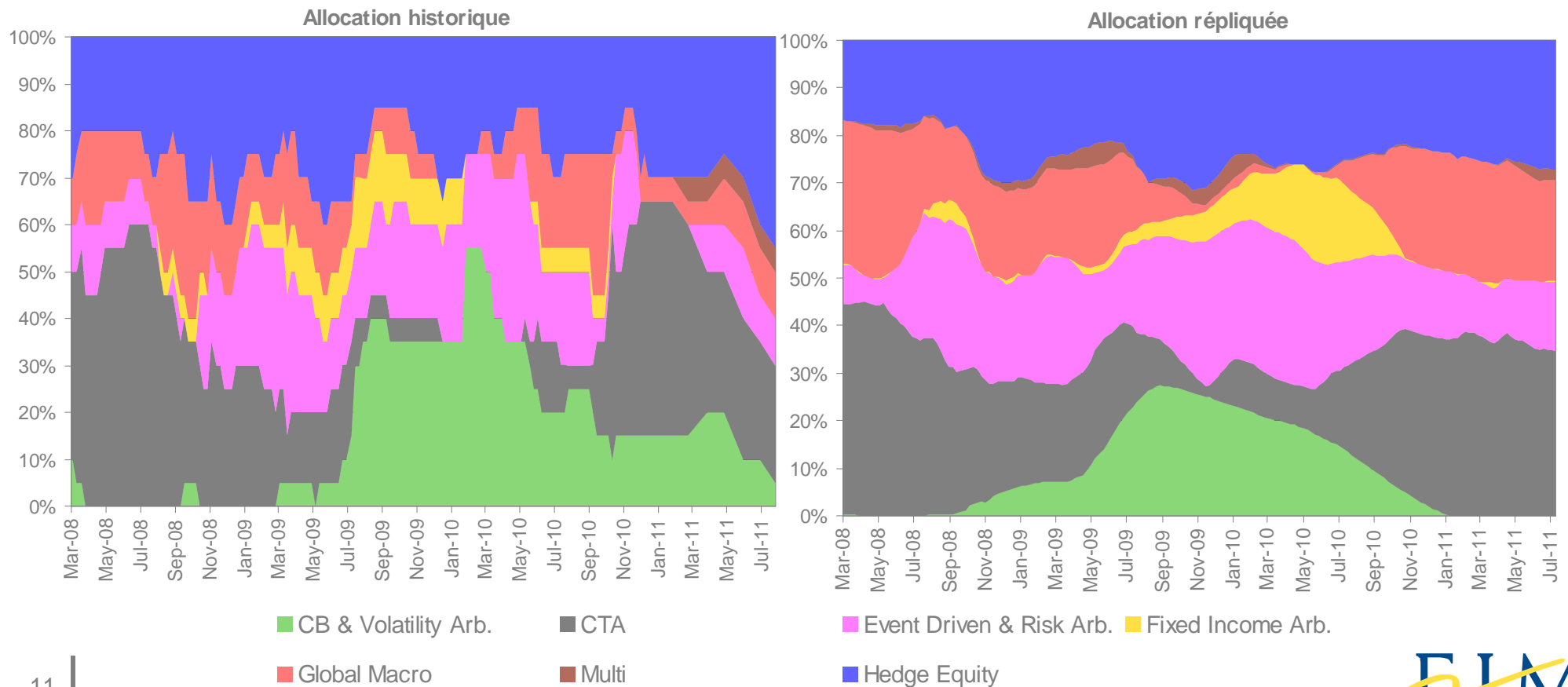
- Systématiquement investit une année dans un ETF indexé au S&P 500 et l'année suivante dans un fonds monétaire
- Univers d'investissement : S&P 500, liquidités



- La méthode d'analyse de style identifie correctement l'allocation passive du gérant : il investit une année sur deux dans le S&P 500

Exemple 2 : Analyse de style d'un fonds de fonds

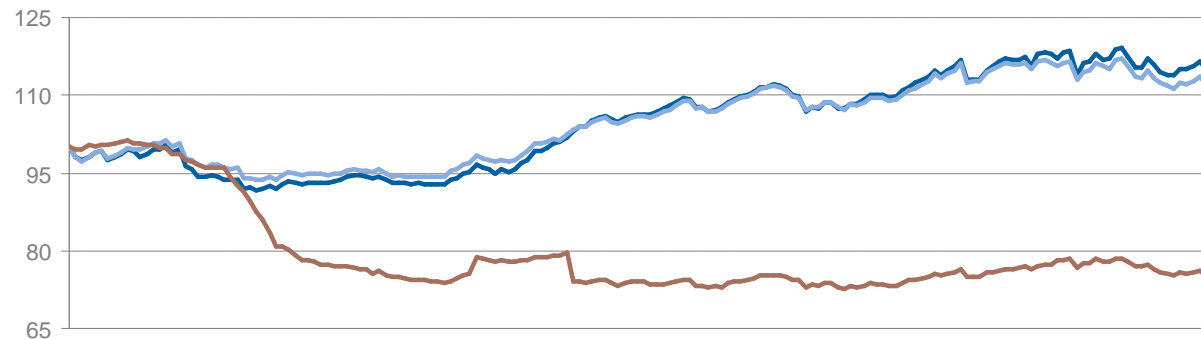
Fond de fonds investissant de manière dynamique dans une sélection de 20 Hedge Funds liquides sur la plateforme LYXOR (Bloomberg Ticker : AALLQBE LX Equity)



Exemple 2 : Analyse de style d'un fond de fonds (suite)

Performance historique

- Performance réelle
- Performance répliquée
- Benchmark: MSCI Hedge Invest Lyxor

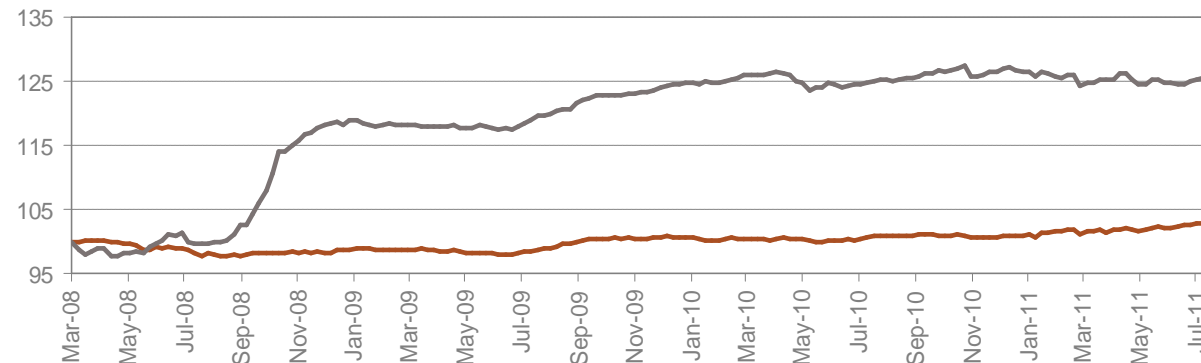


La analyse de style permet de décomposer l'alpha en deux parties:

- **Le Timing** : le choix des bonnes stratégies au bon moment
- **La Sélection** : le choix des meilleurs gérants dans chaque stratégie

Alpha: Timing et Sélection

- Timing
- Sélection



Avantages et inconvénients

Avantages :

- . Permet de découvrir des dépendances cachées
- . Théorie claire et mature
- . Données accessibles et peu onéreuses
- . Basée uniquement sur les performances historiques

Inconvénients :

- . Sélection d'indices représentatifs peu aisée
- . Allocation historique non-représentative des investissements futurs
- . Sujette aux biais statistiques
- . Mal adaptée aux gestionnaires ayant une fréquence de transaction élevée

“ Utilisation des Benchmarks

“ Analyse de style

“ Peer Grouping

“ Conclusion

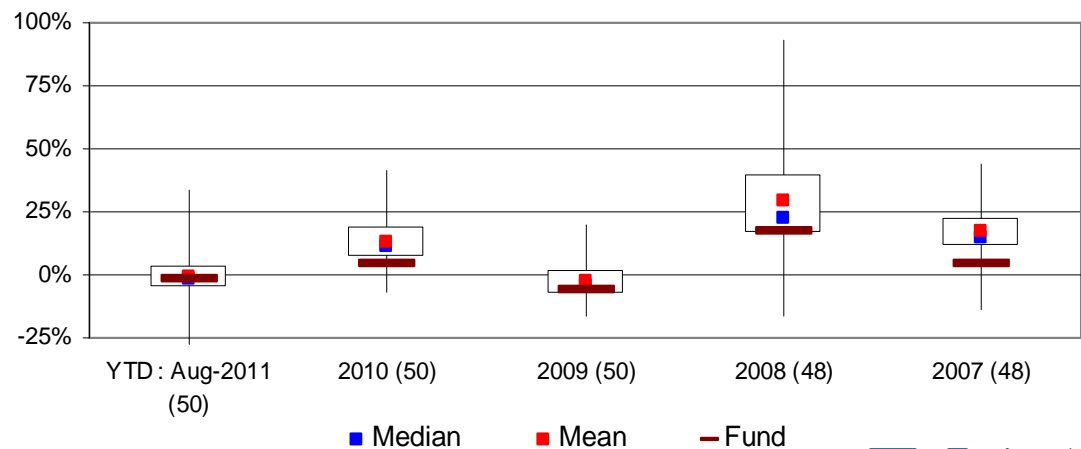
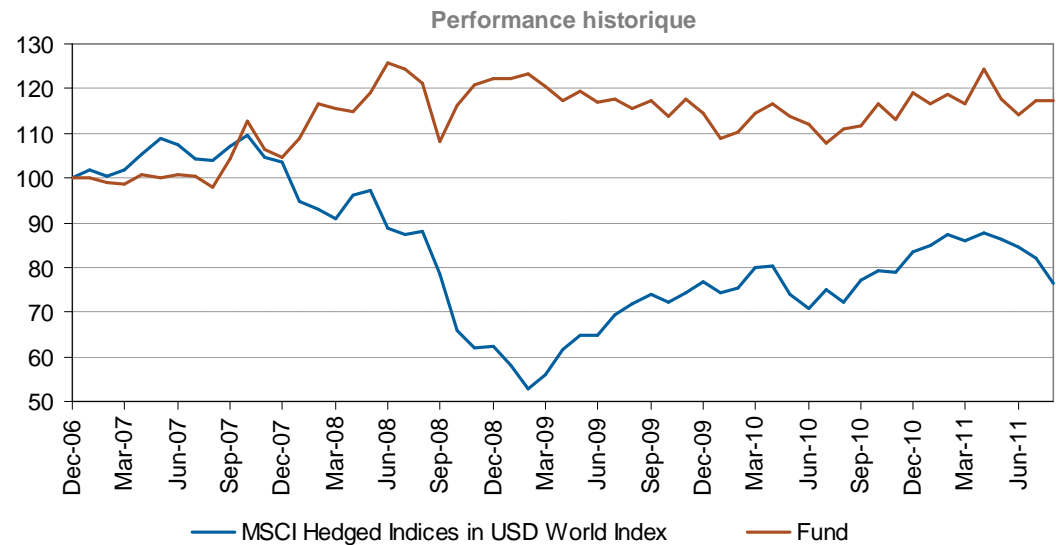
| Peer Grouping

Une approche complémentaire

L'analyse de style est mal adaptée aux gestionnaires ayant une fréquence de transaction élevée (ex. CTA)

Dans ce cas, la meilleure approche reste le « peer grouping »

➤ L'alpha du gérant n'est pas analysé en fonction de son univers d'investissement mais en comparaison à d'autres gérants utilisant la même approche que lui



“ Utilisation des Benchmarks

“ Analyse de style

“ Peer Grouping

“ Conclusion

| Conclusion

Conclusion

Toutes les méthodes d'investissement passif peuvent être répliquées par un benchmark approprié et ne doivent pas être considérées comme un alpha

L'analyse de style est un outil permettant de trouver le benchmark adapté pour chaque gérant

Le « Peer Grouping » apporte dans tous les cas des informations pertinentes sur la qualité d'un gestionnaire

Les techniques ci-dessus aident à l'identification du bon benchmark qui permettra à l'investisseur de payer l'alpha du gérant à sa juste valeur



E.I.M. S.A.
2, Chemin de Chantavril
1260 Nyon
Switzerland

Tel. +41 22 363 64 64
Fax +41 22 363 64 65
e-mail info@eim.ch
www.eimgroup.com



This document is for information purposes only and does not constitute or form part of any offer to issue or sell, or any solicitation to buy or invest in any investment. The performances figures shown in this document are based on either estimated or final prices as supplied to EIM by third party information providers. Although EIM and its information providers seek to ensure that such information is accurate and has been obtained from sources presumed to be reliable, no warranty, expressed or implied, is made as to its accuracy and EIM shall not be held liable for any inaccuracies or incompleteness. Past performance is not necessarily indicative of future results. This document is strictly confidential. It is made with the aim of informing EIM's clients and may not be redistributed to third parties albeit related to EIM's client without the express, written consent of EIM. The information contained in this document shall not be considered as legal, tax, regulatory or other advice. Its recipient should obtain relevant and specific advice regarding its local regulation before making any investment decision.