



Fundana  
INVESTMENT ADVISOR

# Sélection de **talents** : comment dénicher les perles rares

Coninco Master Class

Novembre 2015

# Informations importantes pour les investisseurs

## Investisseurs

Le présent document est destiné à des investisseurs qualifiés uniquement comme définis dans l'art.10, al.3, 3bis & 3ter de la loi sur les placement collectifs de capitaux (LPCC) et n'a donc pas été adapté à la distribution dans le sens large du terme. Il a été préparé par Fundana SA, Genève, Suisse.

## Risques de présentation

Cette présentation a été préparée pour l'usage personnel des personnes auxquelles elle a été remise et ne doit pas être reproduite ou remise à des tiers sans l'accord préalable écrit de Fundana. Toutes les informations mentionnées dans cette présentation peuvent être sujettes à des modifications sans préavis.

Ce document présente des stratégies de placement, décrit la philosophie d'investissement de Fundana et mentionne des véhicules d'investissement. Il ne constitue en aucun cas en une offre de vente ou une sollicitation pour souscrire dans les stratégies ou les véhicules d'investissement auxquels il se réfère.

L'ensemble des observations exprimées dans ce document ne prétend pas être une description exhaustive des valeurs mobilières, des stratégies et des marchés qui y sont mentionnés. Dans la mesure où le présent rapport contient des déclarations concernant l'avenir, de telles déclarations sont de nature prospective et assujetties à un certain nombre de risques et d'incertitudes, y compris, mais sans s'y limiter, l'impact des changements réglementaires, l'évolution des marchés financiers et autres risques.

Ce document doit être envisagé en tenant compte de sa date de publication et non pas de la date à laquelle une personne a accédé à l'information.

Fundana se réserve le droit de supprimer ou de modifier les informations contenues dans ce document sans préavis.

## Le risque d'investissement

Un investissement proposé par Fundana, comme tous les investissements, comporte des risques, y compris mais pas uniquement :

- le risque de perte totale pour l'investisseur,
- le risque intrinsèque du gestionnaire, sa philosophie d'investissement et les modèles utilisés.

Les performances passées ne préjugent pas des résultats futurs et la valeur des investissements peut fluctuer aussi bien à la baisse qu'à la hausse. Les rendements futurs ne sont pas garantis et une perte totale de l'investissement initial peut se produire. Avant d'investir, tout investisseur doit obtenir et lire attentivement le prospectus d'un véhicule d'investissement qui contient des informations supplémentaires pour évaluer le placement potentiel et sa stratégie et qui fournit des données importantes en termes de risques, frais et charges.

## Sources de données

Les données et les graphiques présentés dans ce document sont uniquement informatifs et peuvent provenir de sources tierces. Fundana prend toutes les mesures raisonnables pour vérifier la véracité des données, mais ne peut en aucun cas garantir l'exactitude et l'exhaustivité de ces informations. Par conséquent, aucune représentation ou garantie, expresse ou implicite, n'est ou ne sera faite par Fundana à cet égard et aucune responsabilité n'est ou ne sera acceptée.

# Formule du Succès

**Succès = Etre performant = Talent + ... Chance**



Loterie

Chance

Talent



Musique



Sport



Finance





# Développer un talent

# Développer un talent

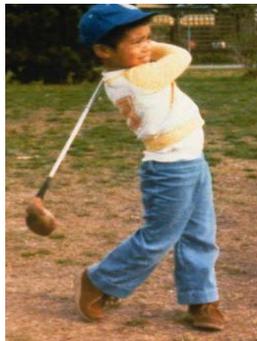
## Exemples de quelques génies !



### Wolfgang Mozart

- Wolfgang commence de jouer à partir de 3 ans, compose dès 5 ans et donne des concerts en public dès 8 ans.
- Le professeur de Wolfgang n'est autre que son père.
- Celui-ci est très intéressé par l'enseignement de la musique aux enfants. Il écrit un ouvrage de référence de l'époque sur l'enseignement du violon.
- Le père dédie les journées à l'éducation musicale de Wolfgang.
- La première composition originale de Wolfgang (Piano concerto n°9) est écrite lorsqu'il a 21 ans.

**Mozart est devenu Mozart après 18 ans d'entraînement quotidien acharné !**



### Tiger Woods

- Tiger Woods reçoit son premier club de golf à l'âge de 7 mois.
- Le professeur de Tiger est son père qui est un passionné de golf (handicap de 10).
- Celui-ci est très intéressé par l'enseignement du sport aux enfants. Il entraîne des petites équipes de baseball et les fait monter au niveau national.
- Tiger commence l'entraînement alors qu'il n'a que 3 ans.
- Lorsque Tiger devient le plus jeune vainqueur d'un Masters, il a 21 ans.

**Tiger est devenu Tiger après 17 ans d'entraînement quotidien acharné !**



### Warren Buffet

- Warren commence son apprentissage de la finance en faisant des stages chez son père.
- Celui-ci est courtier à la bourse du Nebraska.
- Warren achète son premier titre lorsqu'il a 11 ans.
- Son track record commence seulement lorsqu'il a 30 ans.

**Warren est devenu Warren après 19 ans d'entraînement quotidien acharné !**



**Compter au moins 10 ans !**

# Réduire la chance

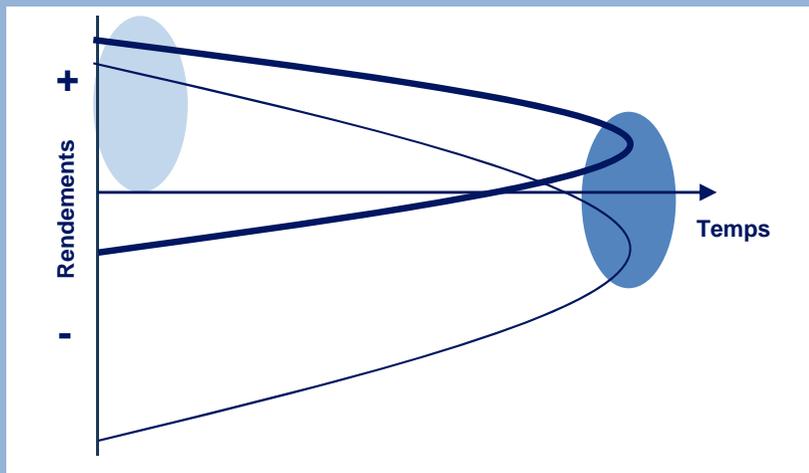
# Réduire la chance : 1<sup>ère</sup> possibilité

## Se fier au track record

**Dénominateur commun** entre différentes classes d'actifs, fonds et philosophie d'investissement : **la performance.**

Sur le long terme et **ex-post** (ellipse bleu foncé), il est **facile d'identifier** les fonds dans le premier quartile.

Dans le court terme **toutefois** (ellipse bleu clair), il est **difficile de différencier les fonds qui ont eu juste de la chance** de ceux qui ont obtenus des résultats performants grâce à leur processus d'investissement.

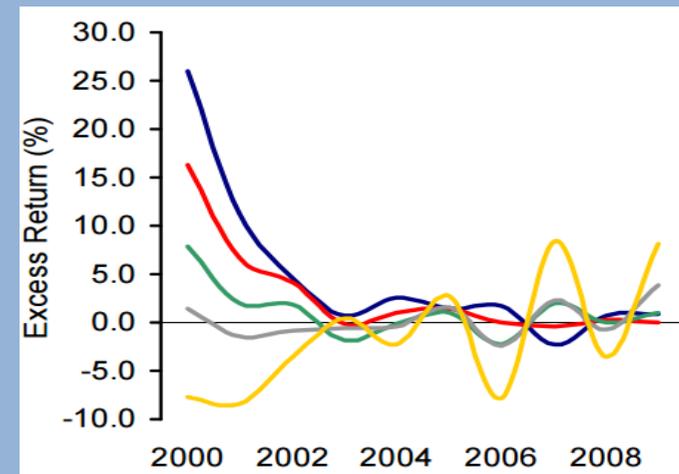


Source : Michael Mauboussin, Mauboussin on Strategy, Decision-Making for Investors, May 2004

**Pourquoi le fait de sélectionner que des fonds top quartile ne fournit pas un succès assuré ?**

**Les meilleurs d'aujourd'hui ne seront pas forcément les meilleurs de demain.** La persistance des (sur)-performances en finance est très très rare.

Les fonds qui généraient des rendements au-dessus de la moyenne en 2000 (trait bleu dans le graphique ci-dessous) sont devenus moyens après 5 ans.



Source : Michael Mauboussin, Mauboussin on Strategy, Untangling Skill & Luck, July 2010

## Réduire la chance : 1<sup>ère</sup> possibilité

### Mais attention...

#### Pro-forma

- **Description** : performance fictive d'un portefeuille. Les sous-jacents sont choisis aujourd'hui et leur performance historique est utilisée pour fabriquer la performance passée du portefeuille.
- **Problème** : on ne sélectionne que les fonds qui ont bien fait ou qui ont survécu. C'est une sélection ex-post et non ex-ante.
- **Conséquence** : le biais de survivance peut amener entre 2% et 3% de rendement supplémentaire par année !
- **Alertes** : les périodes de pro-forma sont normalement indiquées dans les notes du tableau de performance.

#### Carve-out

- **Description** : sélection du meilleur mandat pour en faire un véhicule d'investissement public.
- **Problème** : on choisit ex-post le mandat qui a le mieux fait. C'est une sélection ex-post et non ex-ante.
- **Conséquence** : idem que pour le biais de survivance – voir pro forma.
- **Alertes** : normalement indiqué dans les notes du tableau de performance.

#### Trop beau pour être vrai

- **Description** : fonds avec une performance annualisée de plus de 10% sur 5 ans mais...
- **Problèmes** :
  - La masse sous gestion est encore petite (par ex. CHF 100 Mios);
  - La VNI ne fait pas de sens par rapport au rendement annualisé (par ex. à 105);
  - Une autre équipe gérait le fonds;
  - Les 10% annualisés proviennent essentiellement d'un mois avec une performance exceptionnelle;
  - Etc...
- **Conséquence** : track pas représentatif de ce à quoi vous pouvez vous attendre par la suite.
- **Alertes** : évolution des AuMs, VNI, historique des équipes de gestion, rendements mensuels.

# Réduire la chance : 2ème possibilité

## Comment déceler l'avantage compétitif du gérant ?

### Préférer les faits au discours

- Le discours peut être un piège. Sans surprise un gérant qui est passé par Princeton et Goldman Sachs saura tenir un discours très convaincant. Il a été formé pour cela.
- Chercher donc à cerner avant tout si un réel travail personnel a été fait pour créer la base du raisonnement.

### Deux exemples

#### Analyse de titres

L'exposé d'un gérant sur un investissement sera d'autant plus impressionnant qu'il connaît considérablement mieux le domaine que son interlocuteur. Une simple synthèse de trois rapports de recherche provenant de banques d'affaires peut s'avérer très persuasif. Le point différenciateur dans le raisonnement est du coup difficile à identifier.

**Goldman Sachs**

COMMENT  
Acuity Brands Inc. (AVY) \$178.36

Equity Research

First Take: F4Q15 (Aug) results above expectations; Buy

**Notes**

Acuity Brands' F4Q15 (Aug) results that came in above consensus expectations. Revenue increased 10% QoQ to \$1.1B, up from 8% in Q3. Consensus of \$1.05B. F4Q15 revenue target by slight volume gains. Acuity continues to deliver strong organic growth, which is consistent with the North American lighting market in fiscal 2015 and raises the expectations to continue to exceed market growth. Additionally, the acquisition of Select Controls in September, with management reiterating its view that the transaction will be accretive to fiscal 2016 results.

**Analysis**

(1) Not sales of \$700M compared to our expectation of \$770M and almost 40% in growth, ahead of the industry growth expectation of 10% to 12% year-over-year. Volume growth of 1% was offset by a 2% to 3% increase in price realization.

(2) LED revenue made up greater than 50% of sales for the first time, increasing growth of over 40% vs. our original \$620M of F4Q15 for sales, another solid high for Acuity and helping justify for the first time.

(3) Improved traditional lighting revenue grew by 7% year, but led by roughly 7% by an LED lighting business continued to grow as a portion of sales.

(4) Strong financial metrics, operating margin grew to 42.2% with an 8-point increase over 42.0% in Q3. Operating margin grew to 42.2% with an 8-point increase over 42.0% in Q3.

(5) Operating margin grew to 42.2% with an 8-point increase over 42.0% in Q3.

**Implications**

We are bullish on AVY's shares. Our estimate and price target are under review pending the company's 10:00 a.m. ET earnings call.

**Investment Call Summary**

Company Name: Acuity Brands Inc.

Market Cap: \$1.1B

Price Target: \$178.36

Rating: Buy

**LBS**

Apple Inc.  
The Empire Strikes Back: Retailers and Banks to Join Forces as Alternative to Apple Pay in 2015

Equity Research

Buy

12-month target: \$165.00

Current Price: \$155.00

Dividend Yield: 1.2%

Analyst: [Name]

Researcher: [Name]

Analyst Contact: [Phone]

Researcher Contact: [Phone]

Analyst Email: [Email]

Researcher Email: [Email]

Analyst Bio: [Bio]

Researcher Bio: [Bio]

Disclaimer: [Disclaimer]

**J.P.Morgan**

Toll Brothers

Upgrading to Overweight From Neutral; Raising Dec. 2010 Price Target to \$29 From \$17

Equity Research

Overweight

12-month target: \$29.00

Current Price: \$17.00

Dividend Yield: 1.2%

Analyst: [Name]

Researcher: [Name]

Analyst Contact: [Phone]

Researcher Contact: [Phone]

Analyst Email: [Email]

Researcher Email: [Email]

Analyst Bio: [Bio]

Researcher Bio: [Bio]

Disclaimer: [Disclaimer]

**North America Equity Research**  
10 December 2009

**Overweight**  
Price: \$11.53  
Price Target: \$29.00

**Homebuilding and Building Products**  
Michael Rehaat, CFA  
CFA Institute Member  
michael.rehaat@jpmorgan.com

**Ray Hwang, CFA**  
CFA Institute Member  
ray.hwang@jpmorgan.com

**Price Performance**

100% 0% -100%

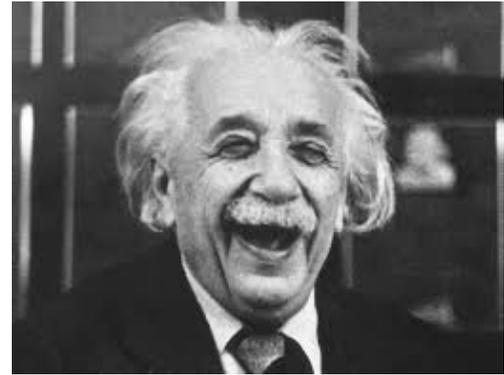
2007 2008 2009 2010

YTD 10% 20% 30%

**Key Points:**

- In conjunction with our in-depth industry report released today, in which we are adopting a positive sector stance, we are upgrading TOL to Overweight from Neutral. We point to the stock's recent relative underperformance within the group, our outlook for above-average order growth and below-average impairment charges through year-end 2010, as well as the stock still trading at a solid discount to its 10-year average price-to-book multiple on the key factors behind our upgrade.
- Recent relative underperformance serves as attractive entry point. Specifically, we note that on both a YTD basis and since the group's March low, TOL has underperformed its large-cap peers, up only 1% YTD vs. its large-cap peers' average of +6% (S&P +18%). As well as gaining 51% since its March low vs. its large-cap peers' 11% average gain (S&P +56%). As a result, we believe investors seeking bargains within the group and to recent entry will find TOL attractive.
- Above average order growth outlook should serve as powerful positive catalyst. Specifically, while we estimate TOL's 4Q09 (Oct-Nov) orders to decline 3%, roughly in-line with our average of -4% (S&P -2%), we expect order growth of 21%, 13%, 21%, 34%, and 49% over the following 5 quarters, which we note compares extremely favorably to our average of 4%, 7%, 7%, 19%, and 27%, respectively. Critically, we believe TOL has solid upside potential to our estimate as we note that the company's absorption rate has displayed only a low-single-digit pace over the last 4 quarters, averaging only 2.2 orders per community per quarter. As such, an increase of only 1 order per community per quarter creates significant upside leverage from a growth standpoint. Historically, we note that during the more normalized period from 1998 to 2002, the company's absorption pace averaged 1.4 orders per community per quarter. Lastly, we note that in its most recent conference call, we believe TOL indicated a greater willingness relative to its peers to evaluate opportunities for upcoming multifamily communities, which we believe could also help support an above-average improvement in order trends.
- Below average impairment charges outlook relative to group also attractive. Specifically, we view our outlook for only an additional 10% hit to current equity from remaining impairment charges as attractive relative to our average of 25%, as well as our average of 18%. We base our outlook on the company's predisposition to hold price to a larger extent relative to its peers, as well as its above-average gross margin.

«En théorie, la théorie et la pratique sont les mêmes. En pratique, ce n'est pas le cas»



- Construction de portefeuille**  
Dans la présentation marketing les portefeuilles sont toujours parfaitement construits, alors que dans la pratique ce n'est de loin pas toujours le cas. Il s'agit donc de se doter de moyens propres pour identifier si un portefeuille a un biais que nous ne sommes pas prêts à accepter. Ecouter un gérant parler de sa gestion du risque est important, le vérifier l'est encore plus.

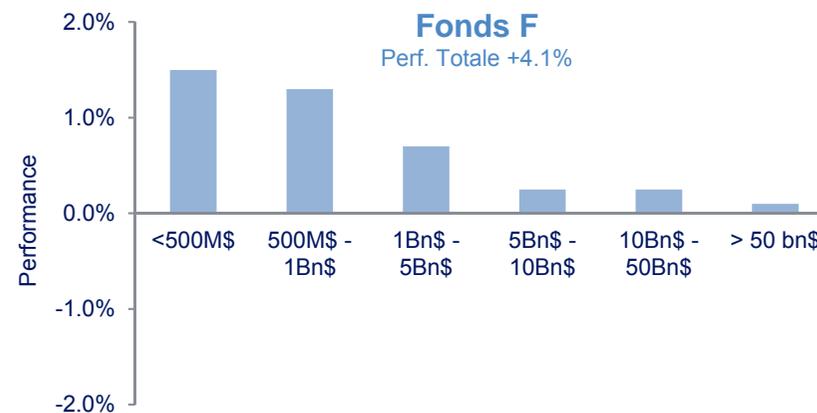
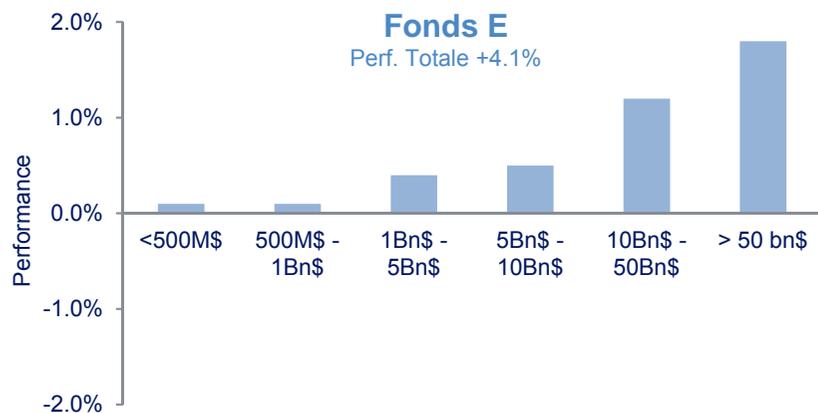


# Réduire la chance : 2<sup>ème</sup> possibilité

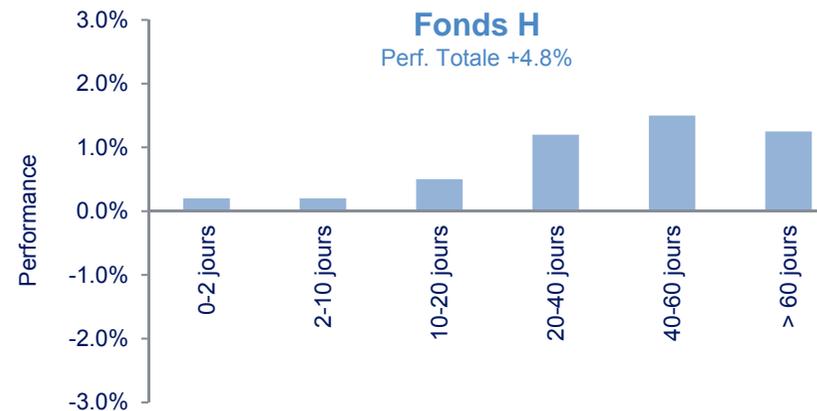
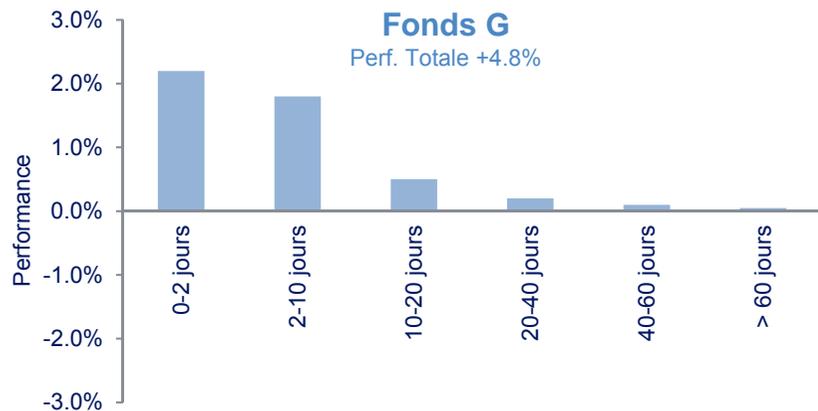
## D'où vient la performance ?

### Quel fonds préférez-vous ?

#### Analyse par capitalisation boursière



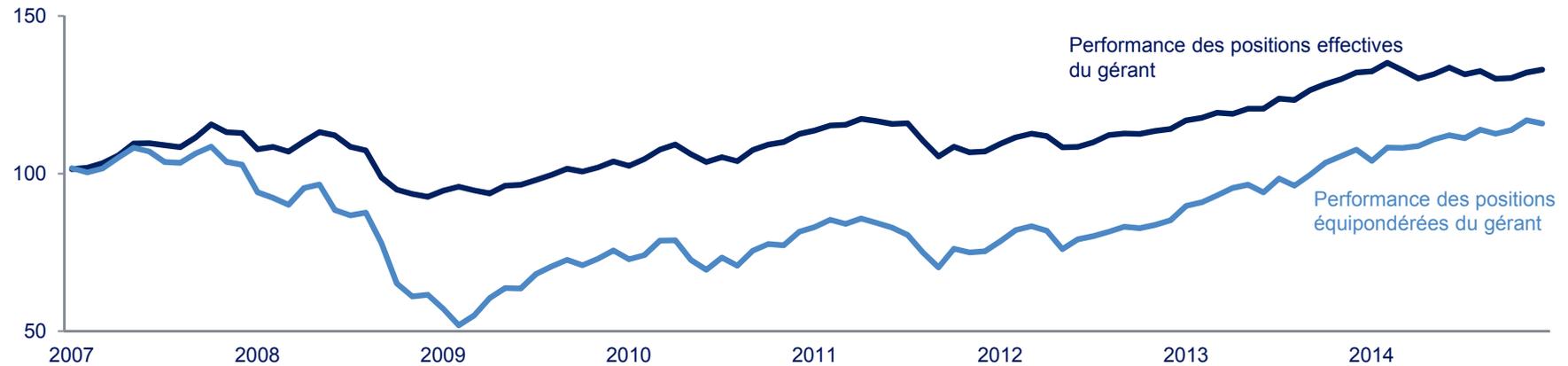
#### Analyse par liquidité



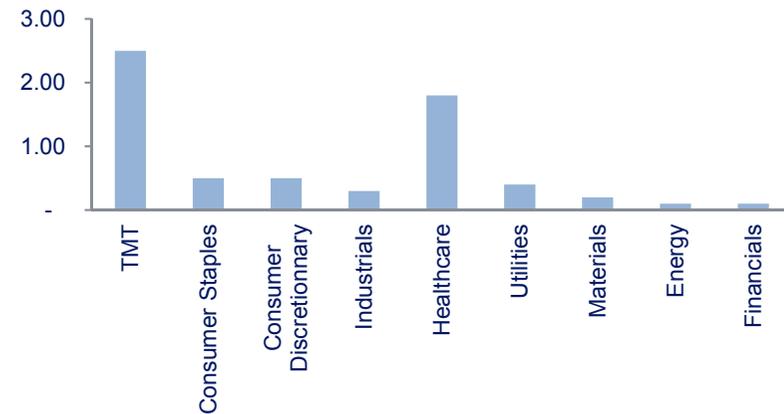
# Réduire la chance : 2<sup>ème</sup> possibilité

## D'où vient la performance ?

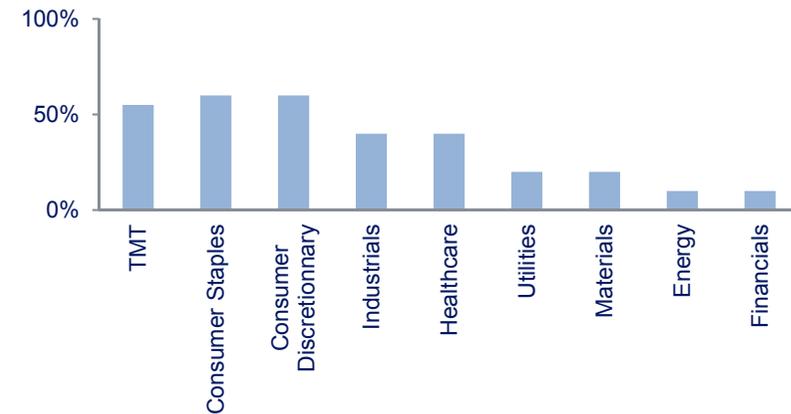
### Analyse de l'impact de la taille des positions



### Analyse par le ratio «win-loss»



### Analyse par le ratio «hit rate»



# Qui êtes-vous ?

# Qui êtes-vous ?

## A qui ai-je à faire ?

### Effectuer son due diligence

- Qui est le gérant et quel est son parcours ?
- Est-il possible d'obtenir des références indépendantes ?
- Que se passe-t-il dans la tête du gérant ?

HedgedIn

Base propriétaire de 1'400+ PM / Analyste

■ REGISTRATION OF A NEW PORTFOLIO MANAGER

Portfolio Manager		Details	
First name	John	Last name	THALER
Status	4. Meeting held		

Hedge Fund Idea		Details	
Is it a new Hedge Fund idea?	NO		

Hedge Fund Background (newest to oldest)	Hedge Fund name	Start date	End date	Role	Strategy
Hedge Fund 1	JAT	2007	2015	PM	Long/Short
Hedge Fund 2	Shumway	2002	2007	PM	Long/Short
Hedge Fund 3	Spectrum Equity	1999	2001	Analyst	Private Equity
Hedge Fund 4					

Connected to	Hedge Fund name
Hedge Fund 1	

Seed Deal		Details	
Is the fund seeded?	YES		
Who's the seeder?	Shumway		

Bank / other background (newest to oldest)	Bank / other name	Start date	End date	Role
Bank / other 1	Merrill Lynch	1997	1999	Analyst
Bank / other 2				

Academic background (newest to oldest)	University name	Start date	End date
University 1	University Of Chicago		
University 2			

SUBMIT
CLEAR
INFO

STATISTICS IN DATABASE



**Total:**

- 1469 Portfolio Managers
- 1594 Hedge Funds
- 509 Banks and Others
- 293 Universities

TOP 10 HF's	TOP 10 Banks	TOP 10 Universities
- Tiger... (151)	- Goldman ... (220)	- Harvard... (161)
- SAC... (106)	- Morgan S... (122)	- Wharton... (122)
- Citadel... (44)	- Merrill ... (70)	- Columbia... (80)
- Perry... (39)	- Credit S... (68)	- Stanford... (58)
- Soros... (38)	- JP Morga... (59)	- New York... (47)
- Moore... (30)	- Lehman B... (50)	- Yale... (43)
- Kingdon... (25)	- Salomon... (49)	- Chicago... (40)
- Millenni... (25)	- Deutsche... (48)	- Princeto... (33)
- Sigma... (24)	- UBS... (40)	- Pennsylv... (30)
- Tudor... (24)	- Bear Ste... (38)	- Michigan... (26)

Last update: 10/6/2015

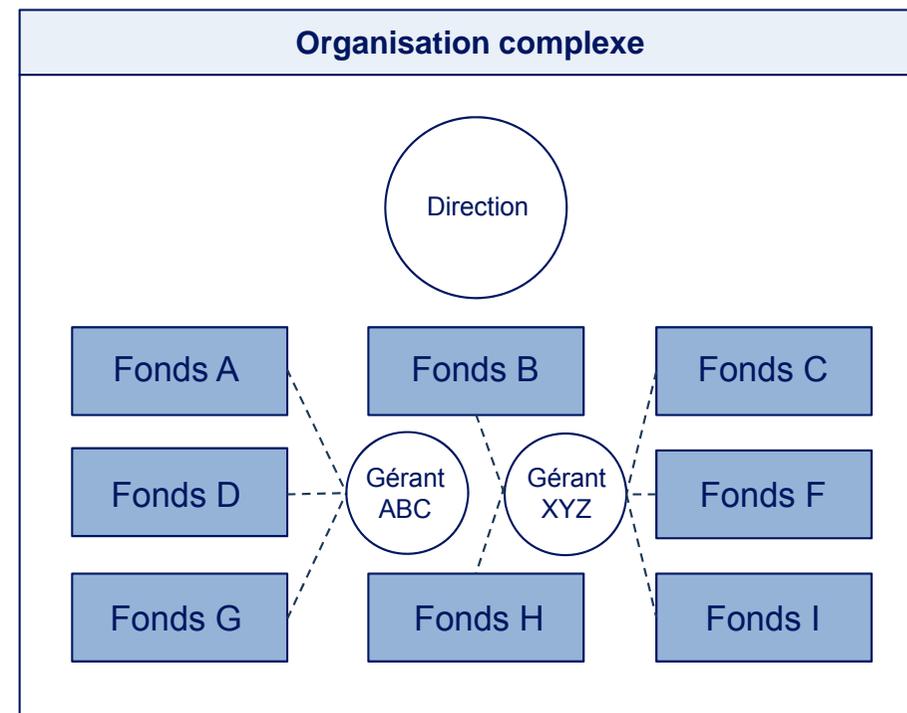
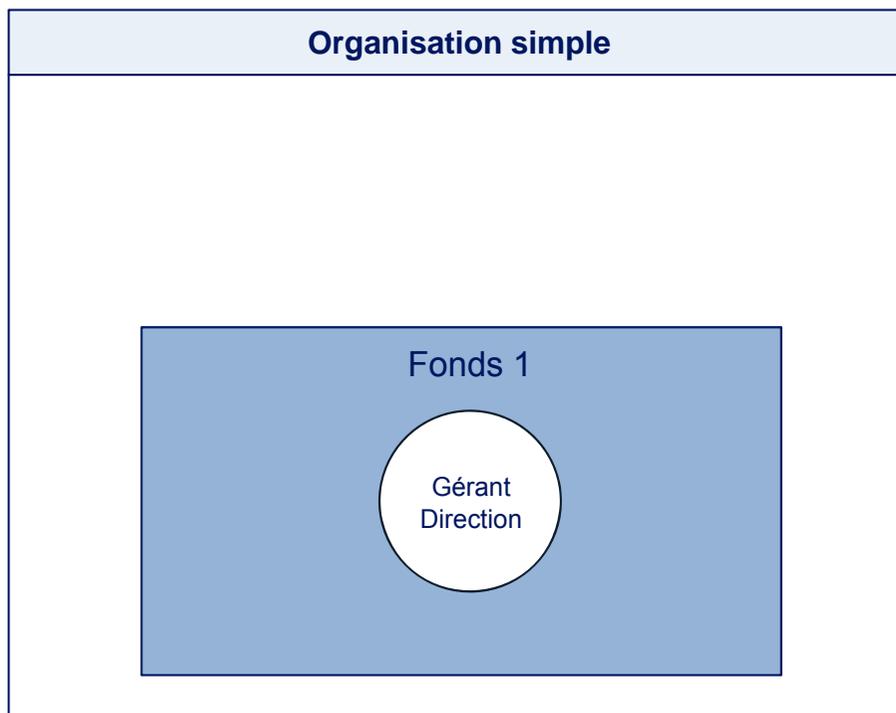
OK

# Qui êtes-vous ?

**A quelle organisation ai-je à faire ?**

## Au niveau de l'organisation

- Quelle est la relation entre la direction, le conseil d'administration, les actionnaires et les investisseurs ?
- Quelle est la motivation principale de l'organisation ? Maximisation des revenus ou de la performance ? Business contre profession.
- Est-ce que le gérant a investi son propre argent dans le fonds ?
- Est-ce que l'organisation répond à une demande, à une mode ou met-elle en avant une réelle expertise ?

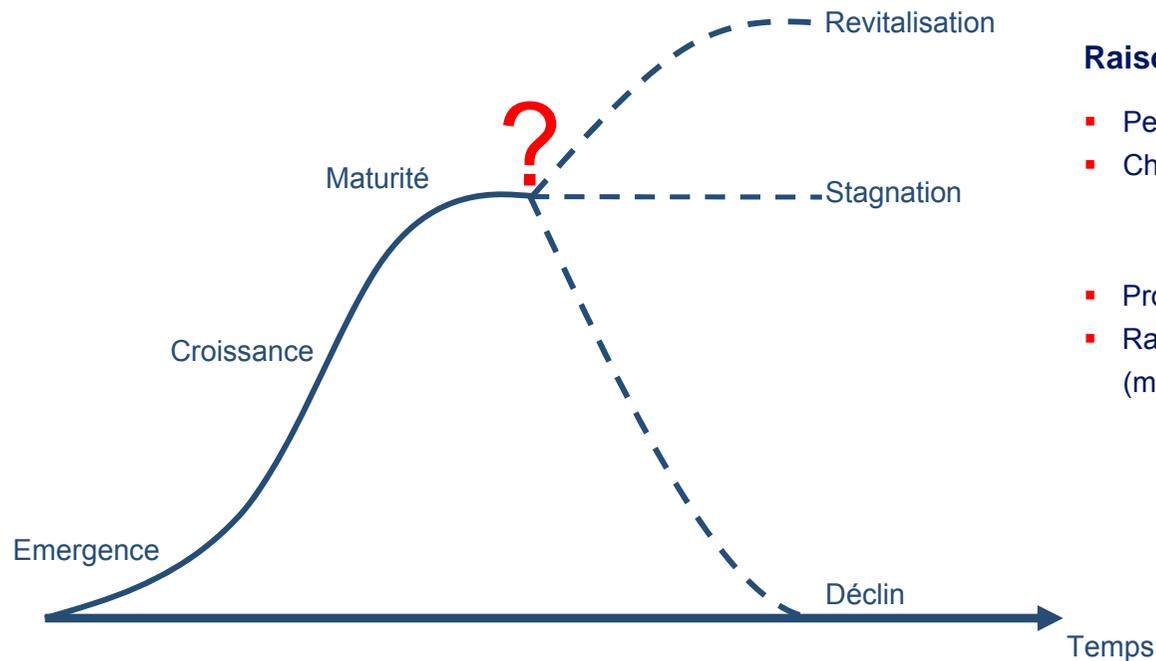


**Etes-vous rémunérés pour une plus grande complexité ?**

# Savoir quand sortir d'un fonds

# Savoir quand sortir d'un fonds

## Savoir reconnaître quand le talent disparaît



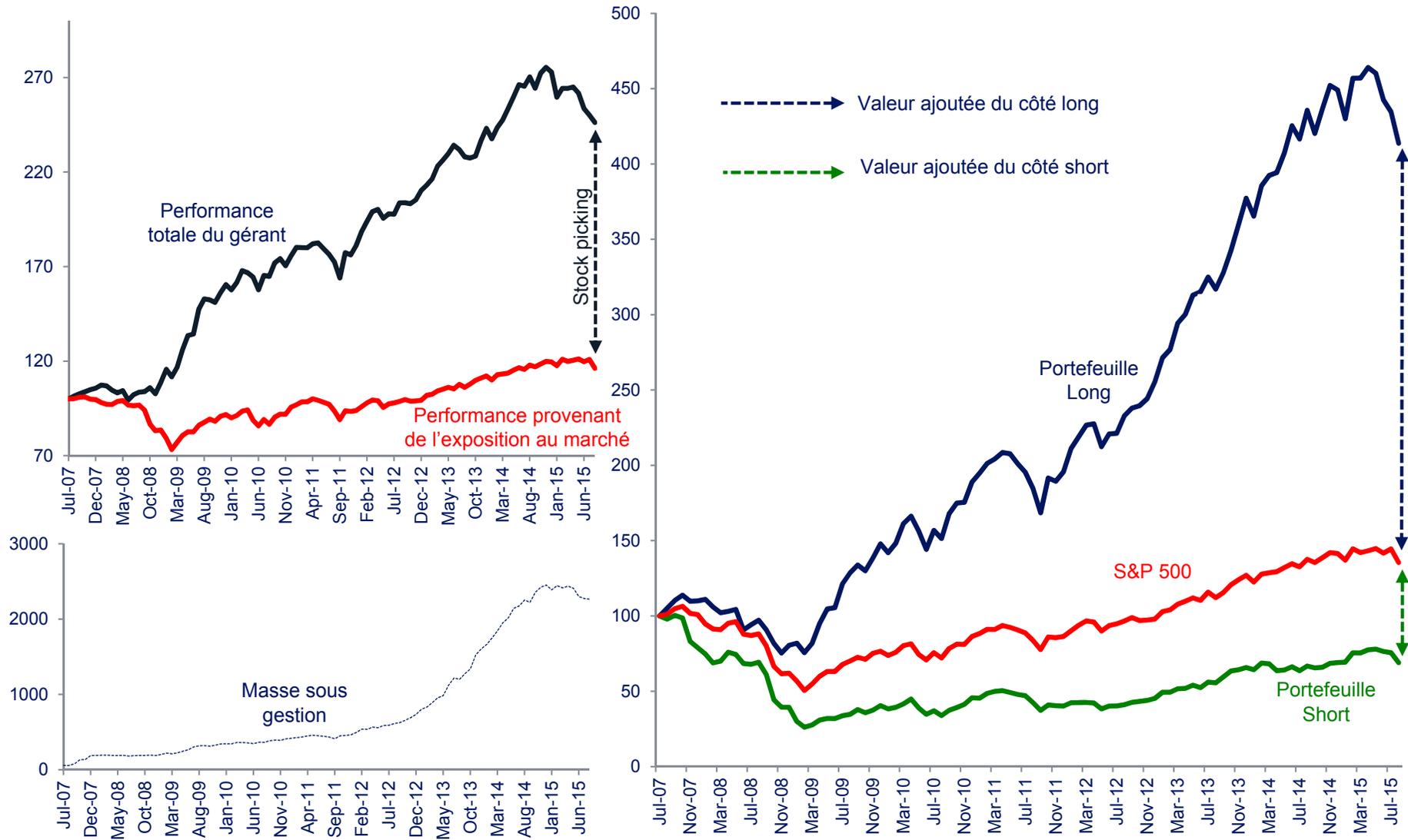
### Raisons typiques pour renvoyer un gérant :

- Performance
- Changement de gérant  
stratégie / style  
termes du fonds
- Procédure judiciaire
- Ratio d'emprise trop grand  
(masse sous gestion devenu faible)

### Autres motivations :

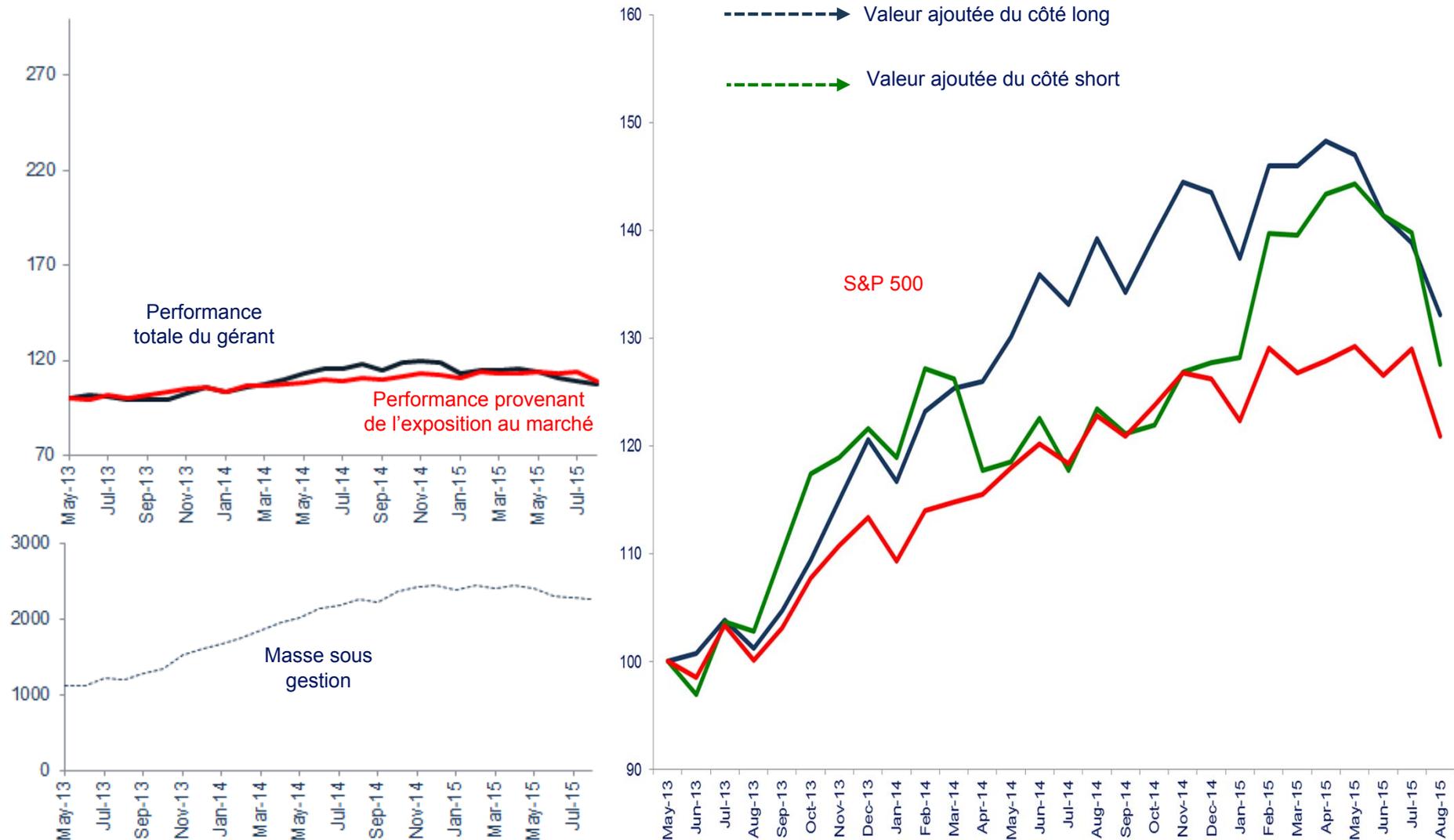
- Perte de compréhension des sources de performance
- Portefeuille devenant de plus en plus illiquide
- Vie personnelle du gérant – vacance(s), divorce(s), voiture(s)
- Comment gérer une croissance trop rapide de la masse sous gestion
  - Augmenter les positions existantes ? Quid de l'impact sur la liquidité ?
  - Augmenter le nombre de positions ?
  - Augmenter les titres à forte capitalisation boursière ?

# Savoir quand sortir d'un fonds



# Savoir quand sortir d'un fonds

**Même gérant mais à partir d'un milliard de masse sous gestion**





# Conclusion

# Questionnaire

## Les questions essentielles

### Les personnes

- Qui est le gérant et quel est son parcours ?
- Est-il possible d'obtenir des références indépendantes ?
- Est-ce que la stratégie fait du sens par rapport au parcours du gérant ?
- Est-ce que le gérant a investi son propre argent dans le fonds ?

### Le fonds

- Est-ce que les termes de liquidité du fonds sont en adéquation avec la stratégie sous-jacente et avec mon portefeuille ?
- Existe-t-il des conditions particulières qui m'empêcheraient de sortir aux termes indiqués ?
- Est-ce que d'autres investisseurs sont avantagés par rapport à ma situation (frais, liquidité, transparence, accès au gérant, etc...) ?
- Existe-t-il un client dominant qui pourrait influencer le gérant ou poser des problèmes lorsqu'il part ?

### La stratégie

- Est-ce que cette stratégie fait du sens pour mon portefeuille ?
- Est-ce qu'un autre membre du comité d'investissement arrive à expliquer quelle est la stratégie ?
- Dans quel environnement devrais-je perdre un peu d'argent et comment pourrais-je en perdre beaucoup ?

### Les objectifs de performance et de risque

- Les objectifs sont-ils congruents avec la stratégie ?
- Est-ce que le rapport performance / risque fait du sens ?
- Comment suis-je convaincu qu'il y a une réelle gestion du risque ? Si oui, pourquoi ?

### Les opérations

- Qui valorise le portefeuille et avec quelle procédure ?
- Est-ce que les contreparties (dépositaires, administrateur, auditeur) sont de premier ordre ?
- Est-ce que les contreparties sont indépendantes du fonds et de la société de gestion ?

## Celles à ne pas manquer

### Démarchage actif ou sélection ?

- Les fonds choisis sont-ils le résultat de démarchage actif ou d'une sélection initiée par notre comité / consultant ?
- Ai-je sélectionné les mêmes fonds que mes pairs ? Si c'est le cas, suis-je exposé à un plus grand risque ?

### La performance

- La performance affichée est-elle réelle ou est-ce du pro forma ?
- Est-ce que je comprends d'où vient cette performance (un secteur particulier, un titre particulier) ? Est-il possible que le gérant ait simplement eu beaucoup de chance ?
- Est-ce que cette performance est répétable ? Si oui, pourquoi ?

### La masse sous gestion

- Existe-t-il un équilibre entre la qualité du track record, sa durée et la masse sous gestion ?
- Le niveau de la masse sous gestion est-il en adéquation avec l'univers d'investissement ?
- La masse sous gestion a-t-elle énormément évolué (à la hausse comme à la baisse) récemment ?

### L'avantage compétitif

- Le gérant a-t-il effectué un réel travail propriétaire pour sa sélection de titres ou sa construction de portefeuille ?
- Est-ce que je peux vérifier ce que le gérant nous dit ?
- Est-ce que cet avantage est durable dans le temps ? Est-il technique ?

### L'organisation

- Est-ce que je comprends les motivations des différents acteurs (actionnaires de la société de gestion, gestionnaires et investisseurs) ?
- Est-ce que l'organisation répond à une demande, à une mode ou met-elle en avant une réelle expertise ?
- Quel a été le comportement de l'organisation pendant une période de crise ?



**Contact Information**

**Cédric Kohler, Head Advisory**

[Cedric.Kohler@Fundana.ch](mailto:Cedric.Kohler@Fundana.ch)

022 312 50 50  
Rue Ami-Lullin 12  
Case Postale 3332  
CH-1211 Genève 3, Suisse