

La Lettre

de CCR Asset Management

JUILLET 2010 - n°7

Édito

Finance comportementale et allocation d'actifs

SOMMAIRE

- Actions
L'essentiel est de garder le cap
- Taux / crédit
CCR Flex Court Terme : un produit de saison
- Volatilité
Un comportement linéaire et non convexe
- Fonds du mois
CCR Flex PEA
- Le zoom Produit
Interview de Frédéric Redel et Frédérique Caron, gérants de CCR Mid Cap Euro

On assimile souvent hâtivement la finance comportementale à une martingale de *market timing* visant à anticiper les réactions de la foule des autres investisseurs pour en tirer un bénéfice. Notre analyse est différente.

Une science, pas une mode

La finance comportementale, née de travaux de chercheurs en psychologie à la fin des années 50 prend une dimension nouvelle en 2002 et l'attribution du Prix Nobel d'Économie à un... psychologue ! À l'échelle de l'individu, cette discipline s'attache à analyser les facteurs émotionnels ou physiologiques qui impactent le comportement des investisseurs. Au niveau de la population, les chercheurs tentent d'appréhender les dynamiques de groupe qui aboutissent aux bulles spéculatives et aux krachs boursiers. En collaboration avec des universitaires reconnus, CCR Asset Management contribue activement au développement de la finance comportementale en France et applique ses principes dans son métier d'allocataire d'actifs.

Client, gérant, marché : trois niveaux d'incidence dans nos solutions CCR Flex

En craignant les pertes plus qu'ils ne valorisent les gains, les clients remettent intuitivement en cause un principe de base de la « théorie du portefeuille ». La volatilité n'est donc pas une mesure de risque pertinente pour les clients, qui raisonnent plutôt en perte maximale potentielle. Pour répondre à ce besoin, nous estimons de façon hebdomadaire les pertes possibles des fonds Flex ce qui limite l'ambiguïté des marchés financiers. Par ailleurs, nos clients savent que

l'exercice qui consiste à trouver le point bas des indices est extrêmement difficile. Ceux qui réussissent une fois n'ont pas l'assurance d'y parvenir les fois suivantes. Mieux vaut hypothéquer l'amorce du rebond contre l'assurance de participer aux grandes tendances.

Les gérants professionnels ne sont pas au-dessus des autres investisseurs face aux biais comportementaux. Par conservatisme dans leurs allocations, ils ont tendance à ne pas exploiter pleinement les fourchettes d'investissement autorisées. L'excès de confiance d'un gérant peut l'amener à conserver obstinément une position baissière, qu'il sera davantage tenté de moyenner que de couper, tant il est difficile de vendre à perte...

En tant que gérant, se protéger de ses propres biais permet d'allouer plus sereinement un portefeuille d'actifs financiers. Notre méthode de gestion systématique et disciplinée peut ainsi ponctuellement s'imposer aux gérants et entraîner une couverture des positions, pour couper les pertes, ou une réexposition du portefeuille : c'est l'assurance d'exploiter totalement la flexibilité d'allocation en participant aux tendances majeures des marchés.

[...] (suite en page 2)

[...] Suite de la page 1

La finance comportementale aide aussi à mieux appréhender les marchés. Les excès en amplitude créent des opportunités pour les stratégies *value* quand les excès en durée sont favorables aux stratégies *momentum*. Durant ces périodes, l'analyse fondamentale s'efface totalement au profit de tendances conduites par les flux. Depuis quelques années, le fonctionnement des marchés financiers évolue radicalement. Les crises se rapprochent et les liquidités abondantes amplifient les fluctuations.

La diversification ou les autres méthodes de construction de portefeuille négligent ces aspects et subissent pleinement les événements extrêmes de marchés. La discipline rigoureuse de ventes prédéterminées mise en œuvre dans les fonds Flex peut en limiter l'impact.

La gamme de fonds CCR Flex applique concrètement ces principes issus de la finance comportementale et propose une solution d'allocation adaptée à la tolérance au risque de chacun de nos clients. ■



Lorenzo Ballester-Barral,
Directeur Général
lorenzo.ballester-barral@ubs.com



Julien Vincenti,
Gérant Allocation d'Actifs
julien.vincenti@ubs.com

Actions

L'essentiel est de garder le cap



Les fins de semestre sont souvent propices aux rencontres clients, elles permettent de faire des points d'étapes et de prendre du recul sur le quotidien.

Les questions du moment sont très révélatrices des doutes extrêmes qui affectent le marché financier : la pérennité de la zone euro, le refinancement des dettes souveraines, la rentabilité de la classe d'actif actions, l'avenir de la gestion active...

Au regard du dernier reporting de gestion réalisé auprès d'un client institutionnel pour lequel nous gérons, depuis presque cinq ans, un mandat dédié actions pleinement investi sur la zone Euro, j'aimerais apporter une note d'optimisme. Tout d'abord, depuis la création de ce mandat,

la poche « stock picking » du portefeuille a régulièrement réalisé une performance supérieure à celle de la poche investie de façon indicielle. Notre client est donc en mesure de constater la création de valeur générée sur le moyen terme, validant ainsi l'efficacité de notre processus d'investissement.

L'analyse de ces cinq dernières années montre d'autre part que les meilleures périodes de notre gestion ont été celles qui ont suivi les très fortes périodes de montées de primes de risques et que notre force a été de ne pas changer notre processus d'investissement, surtout dans les périodes de doute les plus marquées.

Aujourd'hui la volatilité et l'aversion aux risques des investisseurs se situent à des niveaux très élevés. Dans ce contexte, nous gardons le cap, croyons en ce que nous faisons, conservons nos repères, utilisons au quotidien

nos ratios d'investissement « Value » avec sang froid et détermination.

Les interrogations actuelles des investisseurs sont compréhensibles et légitimes mais, comme bien souvent, exagérées. Il faut donc certainement avoir le réflexe de mettre à profit cette période troublante pour renforcer son niveau d'exposition au marché actions.

Lorsque le consensus est dubitatif et que la visibilité économique et financière est mauvaise, les entreprises en bourse sont fortement décotées. En prenant comme condition nécessaire, un horizon d'investissement raisonnable, il y a alors, pour vous clients, matière à réellement gagner de l'argent et pour nous gérants, à faire la différence. ■

Eric Bleines,
Responsable du Pôle Actions
eric.bleines@ubs.com

Taux/crédit

CCR Flex Court Terme : un produit de saison

La sicav CCR Flex Court Terme veut répondre aux attentes de ceux qui souhaitent améliorer le rendement de leurs placements monétaires tout en limitant l'exposition aux risques du marché. Elle vise un objectif de Eonia + 100 points de base pour une durée de placement recommandée de 1 an. Une stratégie principale, simple et lisible, d'investissement sur le marché du crédit est mise en œuvre. L'univers est limité aux signatures notées BBB et plus (« investment grade ») et des règles strictes de dispersion des risques sont appliquées.

La gestion bénéficie du support de l'équipe d'analyse crédit du groupe UBS. Depuis avril, une stratégie accessoire, c'est-à-dire limitée à 10% de l'actif net, d'exposition aux marchés actions a été introduite avec l'application de la méthode Flex. Le modèle ici mis en œuvre prévoit une exposition pondérée sur les grandes zones que sont les USA, le Japon,

l'Europe et les pays émergents. L'allocation est pondérée suivant la part de chaque zone au PIB mondial et le suivi d'indicateurs spécifiques modulent l'exposition zone par zone. L'allocation, à travers des fonds spécialisés, s'appuie là encore sur une équipe d'analystes spécialisée du groupe. Les principes de l'analyse comportementale sont au cœur de la définition de la méthode et l'application systématique du modèle en fonction des signaux qu'il envoie vise notamment à protéger la sicav des mouvements de baisse extrêmes.

La combinaison de ces 2 stratégies a été mise à l'épreuve puisqu'après un premier trimestre très favorable au crédit, l'introduction de la stratégie Flex a coïncidé avec un fort retournement des marchés, à la fois crédit et actions. Cependant, avec une baisse limitée à 0.42% entre le 18 avril et le 27 juin (dates des points haut et bas de la valeur liquidative),

le comportement de la sicav est en ligne avec son profil prudentiel. Aujourd'hui, elle paraît bien armée pour atteindre son objectif en mettant à profit les liquidités accumulées au deuxième trimestre pour investir sur des titres de maturité moyenne 1 an et dont les rendements ont beaucoup augmenté (de 50 bp environ depuis 2 mois). L'exposition accessoire au risque actions, guidée par une méthode rigoureuse et systématique, doit également participer de manière significative au résultat attendu, alors que les bourses sont revenues en juin sur des points bas. ■

Frédéric Penel,
Responsable du Pôle Taux/Crédit
frederic.penel@ubs.com



Volatilité et convertibles

Un comportement linéaire et non convexe

Nous avons relevé dans notre dernier commentaire de gestion du mois de mai que les Obligations Convertibles – un produit convexe offrant à son détenteur une protection à la baisse du marché action – n’avaient pas répondu à nos attentes dans un marché extrêmement nerveux et soumis à de nombreuses interrogations. En dépit d’une sensibilité actions limitée, les indices de convertibles ont enregistré une baisse comparable à celle de l’indice Eurostoxx 50 (autour de 5% en mai).

C’est bien là une similitude avec l’année 2008 au cours de laquelle les obligations convertibles avaient eu un comportement linéaire et non convexe.

Pouvons-nous pour autant en déduire que ces deux périodes sont parfaitement comparables ? Sur un plan purement quantitatif nous n’en sommes pas bien loin, mais dans une

moindre mesure. La forte dégradation des convertibles en 2008 est la résultante d’une faillite bancaire retentissante qui a conduit à la disparition d’un des acteurs majeurs de ce secteur. Ce n’est pas le cas cette année. En 2010, nous sommes en présence d’un « sell-off » provenant des « markets-makers », puis des fonds directionnels, qui, par manque de liquidité ont aggravé une situation de stress déclenchée par les incertitudes entourant les dettes souveraines européennes, PIIG’s pour l’essentiel. C’est justement les causes de ce « sell-off » qui caractérisent ce phénomène. En effet, au-delà de la baisse des titres (« sell off », liquidité), ce sont les risques pays des émetteurs qui définissent le niveau du risque de crédit, et non comme à l’accoutumée le secteur et le rating de l’émetteur : c’est le fait d’être un émetteur Allemand ou un émetteur de la zone PIIG’s qui définit le « spread » de crédit !

Ainsi, est-ce bien un titre noté A- comme celui de la banque portugaise Espirito Santo dont le rendement est supérieur à celui d’un titre Alcatel noté B+ qui nous incite à penser que les distorsions actuelles nous permettent de construire un portefeuille de portage à fort rendement - près de 4,7% - sur une maturité courte, 1 an, tel que peut l’offrir le portefeuille CCR Convertibles 2011. ■



Cyril Legoeuil,
Gérant Volatilité
cyril.legoeuil@ubs.com



Hatem Dohni,
Responsable du Pôle Volatilité
hatem.dohni@ubs.com

Fonds du mois

CCR FLEX PEA FR0010390815

Equipe de gestion

Muriel Tailhades du Châtelier, Pôle Allocation d’actifs
Arielle Lévi, Pôle Actions
Fabrice Foy, analyste quantitatif

Style de gestion

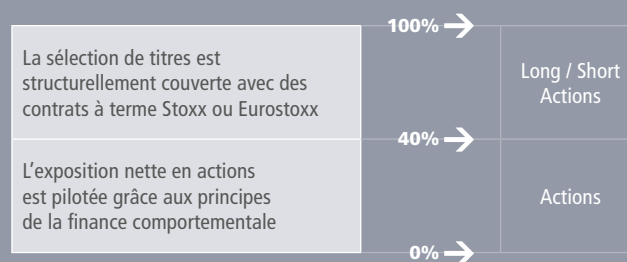
CCR Flex PEA fait partie de la gamme Flex de CCR AM fondée sur les principes de la finance comportementale. Lancé depuis le 15 décembre 2009, il a pour objectif d’apporter une solution d’investissement éligible au PEA en protégeant le portefeuille contre les mouvements extrêmes du marché des actions. Le fonds vise à réaliser une performance positive sur 3 ans avec un profil de risque comparable à celui d’une allocation composée de 25% de l’indice DJ Eurostoxx 50 et de 75% de l’indice Eonia capitalisé. Il est le fruit de la collaboration entre deux expertises de CCR AM : l’équipe Actions et l’équipe Allocation d’actifs.

La gestion de CCR Flex PEA s’articule autour de deux axes. La sélection de titres d’une part est basée sur une analyse macro-économique approfondie qui permet de déterminer les moments du cycle économique les plus propices aux investissements, et sur une analyse qualitative des entreprises et de leur environnement. Le portefeuille de titres de la zone Euro est complété par une gestion du risque actions rigoureuse et disciplinée. Nos équipes de gestion s’appuient en effet sur les principes de la finance comportementale pour déterminer le niveau d’exposition au marché actions, compris entre 0% et 40%.

Début mai 2010, ce taux d’exposition actions est progressivement passé de 20% à 0% afin de préserver la performance dans la baisse. L’équipe de gestion couvre en effet, grâce à des contrats à terme, l’exposition en actions qui excède le poids qu’elle souhaite réellement avoir dans le portefeuille. Ainsi, une partie du portefeuille est structurellement couverte et offre un profil « long/short », dont la vocation est de capter la surperformance que la

sélection de titres offre par rapport à son indice de référence. L’autre partie du portefeuille, qui représente 40% de l’actif au maximum, permet de bénéficier d’une exposition au marché des actions uniquement lorsque les gérants le jugent pertinent.

Le schéma ci-dessous illustre le fonctionnement du fonds :



Principaux atouts

Un concept original qui allie gestion discrétionnaire et finance comportementale

Le processus d’investissement associe l’alpha de la sélection de titres et le bêta de l’exposition aux marchés actions.

L’alliance de deux expertises de gestion

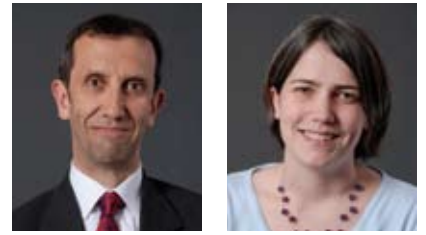
- Une sélection de titres réalisée par l’équipe actions de CCR AM
- Une gestion du risque actions qui repose sur les fondements de la finance comportementale, réalisée par l’équipe allocation d’actifs de CCR AM

Risques

Les risques attachés à ce fonds sont principalement les risques de perte en capital, de marché action, de taux et de crédit et de modèle. ■

Le zoom Produit

Interview de Frédéric Redel et Frédérique Caron, gérants de CCR Mid Cap Euro



Vous venez de créer une part institutionnelle sur votre fonds. Pouvez-vous nous rappeler succinctement ses caractéristiques ?

CCR Mid Cap Euro investit selon un processus « value » dans l'univers des valeurs moyennes de la zone euro. Afin de différencier le fonds de ceux investis en grandes ou petites valeurs, nous sommes flexibles quant à la notion de capitalisation boursière, dont la médiane est actuellement de l'ordre de 3 milliards d'euros. A titre d'exemple les principales valeurs françaises actuellement détenues sont Atos, Zodiac et Arkema.

Votre fonds réalise un très beau parcours depuis le début de l'année. Il est dans le 1^{er} quartile de sa catégorie sur 3 mois, 6 mois et depuis le début de l'année*. Qu'est-ce qui explique cette performance et en quoi selon vous votre fonds diffère-t-il de ses concurrents ?

Suivant notre processus d'investissement « value », nous investissons dans des entreprises décotées et essayons d'identifier

des « catalyseurs » qui feront prendre conscience au marché de ces sous-évaluations.

Nombreuses sont les entreprises décotées par rapport à leur historique ce qui nous a permis de nous montrer exigeants sur la recherche de ces catalyseurs. Depuis plus d'un an nous mettons ainsi l'accent sur les entreprises qui sortiront renforcées de la crise, parce qu'elles auront réalisé des acquisitions en creux de cycle ou que la concurrence se sera réduite. Ces sociétés surprendront le moment venu par leurs gains de parts de marché et éventuellement par un « pricing power » renforcé. C'est par exemple le cas d'Arkema dans la chimie ou du distributeur alimentaire belge Delhaize. Voilà un catalyseur nouveau et qui prendra plus d'importance encore si l'activité économique vient à décélérer, et qui a contribué à la performance ce semestre.

Par ailleurs nous avons acquis en fin d'année dernière des entreprises de qualité dont les valorisations étaient basses en raison de leur forte sensibilité au dollar, et qui s'étaient restructurées

pour y faire face, telles les équipementiers aéronautiques Zodiac et MTU. Ces titres se sont fortement appréciés ce semestre grâce à la remontée du dollar et le fonds en a largement bénéficié.

Les opérations de croissance externe reprennent-elle dans votre univers ?

La crise financière a eu pour conséquence de réduire la capacité de collecte des fonds de *private equity* et plus encore l'appétit pour le risque des banquiers. Aussi les acquisitions d'entreprises cotées par ces acteurs se limitent-elles à de relativement petites entreprises. En revanche les acquéreurs industriels ont la possibilité d'acquérir des affaires plus importantes, comme viennent le rappeler les offres de News Cor sur B Sky B en Angleterre et le rachat par BASF de l'important groupe chimique Cognis. Le cycle des OPA est bien reparti et a toute chance de s'amplifier ces prochaines années. ■

Principales caractéristiques

Nom du fonds	CCR Mid Cap Euro
Date de lancement	Part R : 24/07/01 Part I : 28/06/10
Monnaie de compte	EUR
Commission de gestion	Part R : 1,50% TTC - l'an taux maximum Part I : 0,90% TTC - l'an taux maximum
Indice de référence	Dow Jones Euro Stoxx Mid Price
ISIN	Part R : FR0007061882 Part I : FR0010914564

* Données au 18/06/10. Source Lipper. Catégorie Actions Zone Euro Petites et Moyennes Capitalisations

Vous souhaitez en savoir plus ?

Contactez-nous par mail : ccram_contact@ubs.com
www.ccr-am.com

Performances au 30 juin 2010 (base 100 au 24/07/01)



Tous les chiffres mentionnés ci-dessus se réfèrent au passé.
La performance passée ne constitue pas un indicateur fiable des résultats futurs.

Directeur de la publication : Lorenzo Ballester-Barral

Le présent document est fourni à titre exclusivement informatif. Ce document a été élaboré par CCR Asset Management, Société Anonyme au capital de 4 831 328 euros, ayant son siège au 44 rue Washington, 75008 Paris (388 368 110 RCS Paris) et agréée par l'Autorité des Marchés Financiers en qualité de société de gestion de portefeuille en date du 30 novembre 1992 sous le numéro GP 92016. Ce document s'adresse aux investisseurs institutionnels et aux partenaires de distribution. Il ne constitue en aucun cas une offre, ou un appel d'offre, ni même un conseil pour acheter ou vendre quelque placement ou produit spécifique que ce soit dans une quelconque juridiction. Bien que ce document ait été préparé avec le plus grand soin à partir de sources que CCR Asset Management estime dignes de foi, il n'offre aucune garantie quant à l'exactitude et à l'exhaustivité des informations et appréciations qu'il contient, qui n'ont qu'une valeur indicative. CCR Asset Management décline toute responsabilité à l'égard de toute décision d'investissement ou de désinvestissement qui serait prise sur la base des données figurant dans cette présentation. Il convient pour chaque produit de se reporter, préalablement à toute souscription, aux documents d'information légaux (prospectus complet, dernier rapport annuel) ainsi qu'au dernier état périodique. Vous pouvez obtenir ces informations en accédant librement à notre site Internet : <http://www.ccr-am.com>. Ces documents, qui comportent des informations en termes de

risques, de commissions et de coûts, peuvent également être obtenus sur simple demande écrite à l'adresse suivante : CCR Asset Management - Washington Plaza - 44, rue Washington - 75008 Paris. CCR Asset Management attire votre attention sur le fait que la valeur d'une action de SICAV ou d'une part de FCP est soumise à l'évolution des marchés financiers et enregistré des fluctuations. Tout investissement dans des OPCVM peut comporter un risque plus ou moins important selon les marchés d'investissement y compris celui de la perte totale et soudaine de son investissement par l'investisseur. Les performances passées ne préjugent en rien des performances futures. Les performances indiquées ne tiennent pas compte des commissions et frais de souscription ou de rachat des parts. Le présent document a été établi indépendamment d'objectifs d'investissement spécifiques ou futurs, d'une situation financière ou fiscale particulière, de l'expérience et de la compréhension des produits financiers ou des besoins propres à un destinataire précis. La reproduction, totale ou partielle, sur quelque support que ce soit, la communication à des tiers, l'utilisation à quelque fin que ce soit autre que privée, ou l'altération des marques, logos, dessins, analyses, signes distinctifs, images, animations, graphiques, photographies ou textes figurant le cas échéant sur cette présentation sont interdites, sans l'autorisation préalable de CCR Asset Management sous peine de poursuites.