



Voici les stratégies de gestion et positionnements actuels de sept fonds *long-short* actions (essentiellement sur les marchés européens), certains *market neutral*, d'autres ayant un niveau d'exposition au marché variable.

## A biais positif et sur l'Europe

Bien connu des CGP, le fonds Moneta Long Short est un *long short* sur les actions européennes (zone euro, Suisse, Royaume-Uni... – avec un biais sur la France) ayant un biais directionnel positif (600 M€ d'encours). Que ce soit sur la poche acheteuse ou la poche vendeuse du portefeuille, il s'appuie sur l'équipe de recherche fondamentale de la société. « Structurellement, le fonds a un biais positif de 40 % net, et n'a donc pas un objectif de performance absolue d'Eonia + quelques pourcents. Cette exposition au beta du marché est

la résultante du stock-picking et non pas d'une vue macro », analyse Stéphane Binutti, responsable distribution de Moneta Asset Management.

## Avec de fortes convictions

L'équipe de gestion composée de six personnes et emmenée par Patrice

Courty peut s'exposer de manière prononcée sur certains titres, comme actuellement sur Safran (4,6 % de la poche longue). A l'inverse, les positions vendeuses ne peuvent excéder 1,5 à 2 % du fonds car « lorsque le pari n'est pas bon le risque s'accroît fortement, rappelle Stéphane Binutti. Mais les shorts sur titres permettent bien entendu d'exprimer l'alpha de notre recherche. De même, ne pas avoir de short sur les indices nous permet de nous prémunir de leur mauvaise construction, et donc de ne pas subir la surreprésentation de certaines valeurs, comme LVMH, Sanofi ou L'Oréal dans le cas du CAC 40. » Les sociétés sous-valorisées doivent répondre à l'un des quatre thèmes suivants : une croissance jugée surestimée ; des

# Les fonds long-short actions pour réduire son exposition aux marchés

**Chahuté l'an passé, les fonds long-short actions restent des solutions d'investissement permettant de réduire le risque d'un investissement en actions et/ou de réduire la volatilité d'un portefeuille.**

**S**i les fonds *long-short* actions n'ont pas toujours tenu toutes leurs promesses, notamment en fin d'année dernière dans un contexte de marché chaotique (cf. tableau page suivante), ce type de solution conserve des caractéristiques leur permettant de prendre place dans les allocations d'actifs, alors que la fin du cycle haussier des marchés semble toucher à sa fin et que les taux obligataires sont toujours au

plus bas en Europe. Ces fonds permettent ainsi de s'exposer aux marchés actions, sans en prendre tous les risques. Certains, les *market neutral*, visent une exposition nulle au *beta* des marchés, tandis que d'autres peuvent faire fluctuer leur niveau d'exposition (parfois potentiellement de manière négative) selon les conditions ou vues de marché des gérants et/ou les opportunités d'investissement décelées par les gérants.

« concepts short » ou sociétés dont les produits sont ou vont devenir obsolètes ; des sociétés de qualité médiocre ; et des sociétés survalorisées par les marchés.

Le portefeuille se veut très diversifié avec 120 lignes : 2/3 à l'achat et 1/3 à la vente, même si les convictions à l'achat peuvent représenter 4 à 4,5 % du fonds. « Au niveau sectoriel, le fonds est bien réparti pour une question de contrôle des risques. Par ailleurs, une partie du portefeuille est composée de pair-trade pour jouer des écarts de valorisation et réduire notre volatilité ».



**Stéphane Binutti**, responsable distribution de Moneta Asset Management.



**Stéphane Vonthron**, directeur commercial distribution chez JP Morgan AM.

déceptions, des changements de gouvernance ou des lancements de produits difficiles. « Il s'agit donc d'écart de vision sur un titre entre notre équipe d'analystes et le marché », ajoute Stéphane Vonthron. Le tout est concentré un total de 40 à 45 positions, avec un univers d'investissement de 300 à 400 titres. Actuellement, le fonds est exposé entre 40 et 50 % depuis quelques mois.

## Pour s'exposer sur le marché américain

Depuis quelques mois, JP Morgan AM a décidé de référencer le fonds JPMorgan Funds - US Opportunistic Long-Short Equity Fund sur les plateformes CGP. Stéphane Vonthron, directeur commercial distribution chez JP Morgan Asset Management, précise : « Il s'agissait de proposer à nos partenaires une offre différente des fonds long-short, autre qu'européenne et market neutral : donc sur le marché US avec une exposition au marché qui peut varier de -30 à +80 %. Dans les faits, cette flexibilité est réelle, puisqu'elle a varié de +15 à +70 % l'an passé, avec un objectif de +40 % en moyenne. Parallèlement, ce fonds s'adresse réellement à une clientèle patrimoniale, alors que nous nous approchons à une fin de cycle sur les marchés, donc d'accéder à un fonds au meilleur profil de risque que les fonds long-only ».

## Les fonds long-short cultivent comme particularité la diminution de la volatilité d'un portefeuille.

Depuis le début de l'année, le fonds adopte une approche prudente. Néanmoins, depuis un an, sa taille a doublé pour atteindre les 500 M\$ d'encours.

### Un niveau d'exposition entre 40 et 50 %

L'équipe de gestion adopte une approche bottom-up, fondamentale et assez concentrée sur des titres bien maîtrisés. Sur la poche longue du portefeuille, les gérants visent des titres GARP, c'est-à-dire des valeurs de croissance, générant des free cash-flows et valorisés raisonnablement. La poche vendeuse est, quant à elle, constituée de titres survalorisés et, sur du plus court terme, des valeurs dont les gérants s'attendent à des

## Un market neutral sur deux stratégies complémentaires

Créé en 2016, le fonds Candriam Absolute Return Equity Market Neutral (143 millions d'euros d'encours) vise à réaliser une performance positive, quelles que soient les conditions de marché, le tout avec une volatilité et un draw-down de l'ordre de 5 %. L'équipe de gestion – composée de quatre gérants-analystes – est la même que celle gérant le fonds d'index arbitrage lancé chez Candriam en 2003 (1 Md€ d'encours).

### Tirer parti des effets de la gestion indicielle sur les valeurs

Ce fonds repose sur l'association de deux stratégies fondées sur les univers Europe de l'ouest, Etats-Unis et Canada. Emmanuel Terraz, gérant du fonds Candriam Absolute Return Equity Market Neutral et responsable de l'équipe Absolute Return chez Candriam, expose : →

## Performances des fonds euro long-short à biais positif et market neutral

Catégorie Quantalys	2018	2017	2016	YtD	1 an	3 ans	5 ans	8 ans
Perf. abs. euro Long/Short à biais positif	-5,92 %	2,48 %	-1,72 %	3,31 %	-1,79 %	0,90 %	7,27 %	19,49 %
Perf. abs. euro Market Neutral	-3,62 %	-1,23 %	-1,14 %	0,57 %	-2,51 %	-3,11 %	3,29 %	11,42 %

Source : Quantalys (données au 17 avril)

« depuis vingt ans, nous observons une croissance de la gestion indicielle qui joue aujourd'hui pour 40 % de la capitalisation boursière, contre 10 % en 2003, le tout avec une forte concentration autour de deux acteurs : BlackRock et Vanguard. Or, cette gestion indicielle engendre des biais de court et de moyen-long terme que nous travaillons et arbitrons avec notre équipe de gestion ».

Le fonds repose alors sur deux stratégies. La première consiste à se positionner à l'achat et à la vente lors des réajustements des indices, c'est-à-dire lors des sorties et entrées de valeurs, qui en raison du poids de la gestion indicielle, font fluctuer les niveaux des titres. « Nous jouons alors la surperformance d'un titre lors de son entrée dans un indice et la sous-performance lors de sa sortie. Ces positions sont alors portées jusqu'à leur réajustement effectif, de quelques jours à plusieurs mois selon les règles de fonctionnement des indices. Mais nous pouvons aussi faire l'inverse, c'est-à-dire nous positionner à la vente d'un titre venant d'entrer dans l'indice afin de tirer profit de son retour à la moyenne, précise Emmanuel Terraz. Cette stratégie repose sur une bonne dose d'analyse quantitative car ce ne sont pas moins de 500 réajustements qui sont opérés chaque année. Néanmoins, le qualitatif est tout aussi important, car les conditions de marché ne sont jamais identiques et la théorie mathématique doit être validée par une approche humaine. » Cette stratégie joue pour les deux tiers du portefeuille.

### Valeur relative

Dans la deuxième partie du portefeuille sont mises en œuvre deux stratégies de valeur relative. D'une part, l'équipe de gestion réalise des opérations de *pair trading* de retour à la moyenne sur deux titres comparables dans leurs structures financières et leur univers. « Ici aussi, l'association fondamental/quantitatif joue à plein, car le quantitatif nous permet de détecter les inefficiences de marché et le fondamental vient les valider ».



**Emmanuel Terraz**, responsable de l'équipe Absolute Return chez Candriam.



**Gilles Sitbon**, gérant chez Sycomore AM.

D'autre part, les gérants se positionnent à l'achat sur une sélection de titres de qualité valorisés raisonnablement, se portent vendeurs sur des valeurs survalorisées par les marchés, et ce indépendamment des

**Les fonds long-short actions permettent de s'exposer aux marchés actions, sans en prendre tous les risques.**

secteurs d'activité : « nous n'opérons que sur le milieu de la cote, c'est-à-dire ni l'univers de valeurs à la mode, ni les valeurs attaquées, car ainsi nous nous écartons de violents draw-down ».

### Plus ou moins exposé selon les conditions de marché

Le fonds Sycomore Long/Short Opportunities est un fonds à biais directionnel aspirant à réaliser deux-tiers de la performance dans des marchés en phase de hausse et un tiers à la baisse ; le tout avec une volatilité moindre à celles des marchés (éligible au PEA).

Le choix des valeurs repose sur une analyse en « risk/reward », c'est-à-dire en fonction du potentiel de gain ou de perte du titre selon que le marché est orienté à la hausse ou à la baisse. « Ce ratio pilote le choix de la valeur et la taille de la posi-

tion dans le portefeuille, note Gilles Sitbon, gérant du fonds Sycomore Long/Short Opportunities. Par exemple, sur le titre Peugeot actuellement coté 22 euros, le potentiel de perte fait reculer la valeur à 15-16 euros et le potentiel de hausse le fait monter à 36 euros : ici le ratio de 2 contre 1 est attractif pour nous. Selon le contexte de marché, le niveau de ratio nécessaire est différent : 4 contre 1 dans un marché très stressé. »

Parallèlement, le gérant cherche à identifier des catalyseurs sur le dossier d'investissement, comme un changement de management, la vente d'un actif à venir, un taux de change qui devient positif pour la valeur... S'agissant du style de valeur, le portefeuille se veut équilibré entre valeurs de croissance structurale, sociétés cycliques et situations spéciales. La partie *short* du portefeuille est, quant à elle, composée de positions vendeuses sur des titres vifs, mais aussi sur l'Eurostoxx 50.

L'an passé, le fonds a enregistré une sous-performance qu'explique le gérant : « sur longue période, nous avons été structurellement long – environ 55 % –, ce qui nous a desservis l'an passé, avec généralement un comportement contrariant, à savoir relever notre exposition dans les phases de baisse et la réduire dans les phases de hausse. Par ailleurs, nous avons été pénalisés par les ventes forcées qui se sont produites en fin d'année 2018 sur les petites et moyennes valeurs et par nos expositions sur certaines valeurs bancaires et liées à l'automobile. » A fin décembre, l'exposition nette du fonds était réduite à 38 %, alors que le changement de rhétorique des banques centrales a surpris et fait rebondir les marchés. « En début d'année, nous estimions que les attentes pour 2019 étaient trop élevées et nous n'avons pas pu saisir pleinement le rebond de janvier, le plus fort rebond depuis trente ans sur ce mois... » →

## Reprise de risque

Depuis, le gérant a fait augmenter son exposition à 48 % avec une cinquantaine de valeurs dans la poche longue et baissé légèrement la contrainte de *risk/reward*. « *L'environnement de taux est un bon support pour les marchés risqués : il va faire progresser les multiples, et réduire les coûts de financement pour les sociétés et les consommateurs, justifie le gérant. Par ailleurs, on observe que le marché s'ouvre à nouveau aux introductions en Bourse et aux émissions de dette, que les politiques fiscales européennes sont des supports pour la consommation ou encore que le conflit US-Chine tend à se résoudre.* »



Marie Fournier, responsable des relations investisseurs CGP pour Alken France.



Cyril Hourdry, directeur de la distribution France d'Eleva Capital.

Les gérants des fonds long-short s'appuient sur des équipes de recherche très expérimentées.

## Réactif et défensif

C'est en janvier 2011 qu'Alken lance son fonds *long-short* actions européennes Alken Fund - Absolute Return Europe (environ 610 millions d'euros d'encours). Son but est de délivrer des performances positives sur un cycle de marché, avec un objectif de volatilité moyen deux fois inférieur à celui des marchés actions Europe. « *Il s'agissait de répondre à une demande grandissante de gestions privées qui appréciaient notre fonds Alken European Opportunities pour sa génération d'Alpha (fonds de convictions dont les vingt premières lignes peuvent représenter jusqu'à 80 % du portefeuille), et qui souhaitaient déléguer la gestion de l'exposition au marché* », précise Marie Fournier, responsable des relations investisseurs CGP pour la France.

La stratégie s'articule autour de deux moteurs de performances principaux. Tout d'abord, l'*alpha* généré au travers de la sélection des titres en portefeuille, tout comme sur son fonds

Alken European Opportunities, mais avec une plus grande diversification afin de limiter le risque idiosyncratique (jusqu'à 40 % sur les dix premières lignes du fonds) avec actuellement cinquante positions longues (59 positions au total en portefeuille).

## Une importante équipe de recherche en soutien

« *Afin de constituer cette poche longue, nous nous appuyons sur notre équipe de recherche grandement expérimentée (deux gérants, huit analystes et deux traders en propre), dont la démarche consiste à rencontrer les sociétés et comprendre l'intégralité de leurs écosystèmes grâce à de nombreux déplacements, rencontres et visites de site. A la différence du fonds long only, certaines valeurs défensives peuvent être surpondérées dans ce fonds à la défaveur de titres plus cycliques/value, tels que le secteur de l'automobile actuellement. L'objectif est de maintenir la volatilité du fonds aux alentours de 50 % de celle des marchés actions Europe.* »

Le deuxième moteur est la gestion de l'exposition nette aux marchés actions qui peut varier entre -20 et 80 % (actuellement environ +42 %), avec une exposition annualisée généralement inférieure à +50 %. L'exposition restera plutôt stable à moyen terme, sauf en cas de signaux très forts du marché, comme par exemple en août 2011, où les gérants ont décidé de positionner l'exposition nette du fonds vers la neutralité (-2 % d'exposition nette). Ces positions *short* sont réalisées principalement au travers de *Futures* ou sur des valeurs individuelles, dont les gérants attendent une sous-performance à venir. « *Les gérants privilégient les positions vendeuses sur indice (en l'occurrence l'Eurostoxx 50 car le plus liquide et moins coûteux) et ces positions vendeuses sur*

*indices représenteront généralement au moins 50 % de la poche short du fonds, précise Marie Fournier. Quant aux positions sur les valeurs, les gérants se positionnent sur des sociétés dont l'activité, les marges, la rentabilité sont attendues en détérioration. Parfois, nous pouvons même jouer des thèmes spécifiques, comme la baisse des prix du pétrole en 2014-2015.* »

## Une exposition moyenne inférieure à 30 %

Chez Eleva Capital, créée en 2014 et qui gère désormais près de 5 milliards d'euros, le fonds Eleva Absolute Return Europe est largement diversifié, avec des positions d'en moyenne 1,6 % pour la poche acheteuse et 0,8 % pour la poche vendeuse, le tout avec des expositions nettes sectorielles limitées (-10 % à +10 % maximum). L'exposition nette du fonds aux marchés (en moyenne 27 % depuis le lancement) varie selon la génération d'idées, la vue macro et la volatilité des marchés. Au 15 avril, l'exposition nette atteignait 34,6 %.

## Désormais plus offensif

Cyril Hourdry, directeur de la distribution France, nous expose le positionnement actuel du fonds : « Après une très belle année 2017 où le fonds avait eu une performance positive de 13,74 % (pour la part la "Clean Share"

Class R : LU1331973468 - part CGP : LU1920211973), puis une année 2018 difficile sur les marchés, où le virage défensif du portefeuille en cours d'année avait permis de finir sur une performance absolue positive (+0,78 % - part R), nos indicateurs avancés se sont infléchis positivement en janvier 2019. Bien que le contexte macroéconomique reste difficile, en particulier en Europe, il semble peu probable que les indicateurs avancés se détériorent davantage. En effet, nous voyons de meilleurs signaux en provenance de Chine et des États-Unis. Par conséquent, nous avons augmenté la part des valeurs cycliques et de la value en portefeuille à partir de fin décembre-début janvier. L'exposition du book long à la value est passée à 60 %,



Alexandre Ferçi, gérant chez Actis Asset Management.

alors qu'un certain nombre de positions short sur des "bond proxy" ont été initiées ».

## Décarbonisé

Chez Actis Asset Management, le fonds Impact Carbon Long/Short Equity a été lancé le 29 mars. Il investit dans des actions cotées en

euro, en favorisant les entreprises qui réduisent leurs émissions de gaz à effet de serre (GES ou carbone) par euro de chiffre d'affaires. Le gérant, Alexandre Ferçi, sous la responsabilité de David Letellier, directeur de la gestion, met en œuvre une stratégie long/short sur actions, décorrélée par rapport aux marchés financiers (exposition nette aux actions entre -20 % et +20 % de l'actif net). « Ce fonds long short répond à une attente des investisseurs, notamment institutionnels, qui étaient en demande d'une exposition réduite aux marchés actions et à impact », ajoute Alexandre Ferçi. A l'issue de chaque année, un rapport sur l'impact du fonds par rapport à son indice sera publié en association avec Beyond Ratings.

## Stock-picking vs. indice

La définition de l'univers d'investissement repose sur une analyse quantitative qui filtre les sociétés cotées en euro dont la dynamique est la réduction de leur empreinte carbone. « Il s'agit donc de ne retenir que les sociétés ayant une démarche vertueuse, sans biais sectoriel ou géographique, c'est pourquoi il s'agit d'un fonds d'impact et non pas low carbon », note Alexandre Ferçi.

Puis le gérant procède à un *stock-picking* « traditionnel » sur cet univers réduit d'investissement en fonction de la croissance du titre, sa génération de free cash-flows, sa valorisation, son niveau d'endettement, son positionnement stratégique, son management... Actuellement, la poche longue est constituée de 49 lignes, avec quelques convictions fortes et toujours des valeurs de taille suffisamment liquides. Quant à la poche *short* du portefeuille, elle repose sur des futures sur Eurostoxx. Au 10 avril, le fonds était exposé à hauteur de 10 %. Une exposition qui résulte de la construction du portefeuille et non pas de la vue marché de la société.

■ Benoît Descamps

## Performances des fonds cités dans l'article

Nom du fonds	Code ISIN	Société de gestion	Perf. YtD	Perf. 2018	Perf. 3 ans	Perf. 5 ans	Volatilité 3 ans **	Perte max. 3 ans **
Moneta Long Short	FR0010871830	Moneta AM	4,49 %	-8,34 %	3,96 %	13,40 %	5,15 %	-11,19 %
JPMorgan Funds - US Opportunistic Long-Short Equity Fund	LU1303365404	JP Morgan AM	0,27 %	-4,37 %	4,72 %	/	6,75 %	-9,46 %
Candriam Absolute Return Equity Market Neutral	LU1819523264	Candriam	0,69 %	-0,43 %	12,51 %	/	4,43 %	-3,44 %
Sycomore Long/Short Opportunities	FR0010363366	Sycomore AM	4,74 %	-10,19 %	3,48 %	14,87 %	5,66 %	-13,17 %
Alken Fund - Absolute Return Europe	LU0572586591	Alken	5,02 %	-10,77 %	11,59 %	8,70 %	9,25 %	-15,68 %
Eleva Absolute Return Europe	LU1331973468 (part clean share / la part CGP vient d'être lancée)	Eleva Capital	5,27 %	0,78 %	23,69 %	/	4,84 %	-6,01 %
Impact Carbon Long/Short Equity	FR0013392107	Actis AM	Fonds lancé en début d'année 2019					

Source : Quantalys.com

\* Données au 16/04/2019 \*\* Données au 31/03/2019