

Tant que les marchés ne seront pas efficients

Chaque semaine, un gérant propose une sélection de valeurs.

Pour une société de gestion indépendante, la meilleure façon de se démarquer est encore de proposer des concepts de gestion originaux. En 2002, François Reyl partait de ce principe lorsqu'il rejoignait Reyl & Cie, une société de gestion privée genevoise (qui vient d'ouvrir un bureau à Paris) fondée dans les années 1970 par son père, Dominique Reyl. Il confiait alors à Thomas de Saint-Seine la tâche de développer une méthode spécifique à la maison et étoffait l'équipe en recrutant Massimiliano De Feo, collaborateur senior au sein d'un fonds de « private equity », et Maxime Botti, gérant d'un fonds d'arbitrage, alors en poste chez Equinox Partners à Lausanne.

En pleine débâcle boursière, l'attention de l'équipe s'est en grande partie portée sur les mécanismes de formation des bulles. Aussi ont-ils mis au point un modèle quantitatif capable de tirer parti des irrationalités du marché tout en générant des performances régulières à long terme. Appliqué au sein de la sicav Reyl European Equities, ce modèle s'appuie sur l'observation des comportements des investisseurs.

A l'aide d'une vaste batterie de ratios financiers, leur méthodologie modélise tout d'abord des profils d'investisseurs, des « clusters » dans la terminologie du fonds, qui se décomposent en style de gestion – les traditionnels « growth » (croissance), « value » (valeurs décotées et de rendement) et « Garp » (la croissance à prix raisonnable) – et en comportements – des « chasseurs de tendances » à la gestion « contrariante ». Dans un deuxième temps, le modèle croise ces

Le portefeuille de Reyl

Valeur	Secteur	Code Isin	Marché	PER 2006	Cours au 13/11/2006 en €
Axfood Ab	Consommation de biens de base	SE0000635401	Stockholm	17,10	247,00 (1)
DS Torm	Transport maritime	DK0010281468	Copenhague	9,20	317,00 (2)
D'Ieteren	Consommation discrétionnaire	BE0003669802	Bruxelles	12,70	262,90
EDP Energias de Portugal	Service aux collectivités	PTEDP0AM0009	Lisbonne	17,40	3,59
Fortis	Finance	BE0003801181	Bruxelles	9,90	32,67
Man Group	Finance	GB00B16BRD58	Londres	15,60	4,82 (3)
Marks & Spencer Group Plc	Consommation discrétionnaire	GB0031274896	Londres	18,30	7,015 (3)
Old Mutual Plc	Finance	GB0007389926	Londres	11,00	1,7425 (3)
Vallourec	Industrie	FR0000120354	Paris	11,70	207,10
SBM Offshore NV	Energie	NL0000360618	Amsterdam	20,90	24,21

(1) En couronnes suédoises. (2) En couronnes danoises. (3) En pence

données afin d'identifier les valeurs les plus prisées de ces différents types d'investisseurs.

Sur cette base, le modèle bâtit un portefeuille théorique, composé en moyenne de 200 valeurs, sur lequel les gérants s'appuient pour prendre leurs décisions. « Selon la configuration de marché, quelques tendances disparaissent, précise Thomas de Saint-Seine. En ce moment, le modèle surpondère notamment les grandes capitalisations. Malgré un léger biais, il vise essentiellement à représenter le plus de stratégies possibles afin de décorrélérer les performances. »

Actuellement, le modèle juxtapose par exemple Marks & Spencer, un titre longtemps coutumier des gestions contrariantes qui retrouve désormais des caractéristiques de croissance, et Man Group, un « hedge fund » coté à Londres. Retenu dans une optique comportementale, ce titre est porté par la tendance sur les financières en dépit d'une valorisation élevée. De

même, le modèle a intégré aussi bien le bancassureur Old Mutual, qui s'inscrit dans une optique « value », que Fortis, qui s'insère plutôt dans les portefeuilles des gérants Garp et des gérants de rendement, ou encore SBM Offshore, une valeur en pleine croissance avec la forte demande dans les services pétroliers.

Pour suivre l'évolution du marché, le modèle est mis à jour constamment. « Nous procédons à des ajustements dès lors que l'écart en termes de rendements attendus se creuse entre le portefeuille théorique et le portefeuille réel. Ces ajustements déterminent de facto la durée de détention des titres, qui varie de deux à trois mois pour des petites lignes calées sur des microtendances jusqu'à dix-huit à vingt-quatre mois pour des sociétés rebondissant sur des mouvements de marché plus durables. Vallourec, par exemple, est présent en portefeuille depuis le lancement du fonds. Au départ, le modèle avait retenu ce titre parce

qu'il correspondait aux critères de sélection des gérants de valeurs décotées et des gérants de capitalisations moyennes. Mais au fil de son changement de statut boursier, le modèle a maintenu la position. Par la suite, le titre a en effet répondu aux exigences des gérants Garp, puis à celles des gérants de valeurs de croissance. En termes de valorisation, le titre se paye en moyenne 3,67 fois le price-to-book pour les exercices 2006, 2007 et 2008 (contre 0,97 sur la période 2000-2004), ce qui correspond à une prime que seuls les gérants des valeurs de croissance peuvent consentir. »

En adeptes de la gestion quantitative, Thomas de Saint-Seine et Maxime Botti ne manquent pas de souligner que l'intérêt de ce modèle est notamment de mettre au jour des valeurs sortant des sentiers battus. Ils citent à l'appui EDP, un producteur d'énergie qui compte parmi les plus grosses capitalisations de la Bourse de Lisbonne bien qu'il soit peu suivi de la commu-



Thomas de Saint-Seine

33 ans, licence d'économétrie, diplômé de l'ESC Rouen et du Baruch College (New York), débuts chez Crédit Agricole Indosuez initialement comme gérant obligataire à Luxembourg, puis comme gérant d'actions européennes à Paris et à Genève, en poste à Reyl & Cie depuis 2001, gérant de la sicav Reyl European Equities.

nauté financière. Ils prennent également pour exemple D'Ieteren, un distributeur spécialisé dans l'automobile de luxe, qui enregistre une nette amélioration de sa rentabilité, et Axfood, une société de distribution alimentaire scandinave, qui se distingue par une valorisation attrayante et un coupon généreux. Parmi les valeurs peu suivies des brokers qui ressortent dans les tris quantitatifs, ils mentionnent DS Torm, un transporteur maritime danois. « Le groupe séduit pourtant différents types d'investisseurs, notent-ils. Sa valorisation est attrayante, une activité plus soutenue que prévu et sa politique de distribution favorable à l'actionnaire. »

N. O.-O.