

Nomination/Départ

Nouveau directeur chez EFA

Frédéric Bilas a rejoint European Fund Administration S.A. (EFA) le 1^{er} Janvier 2010 en tant que futur Directeur du Métier Operations VNI. Après une période de transition de six mois, il remplacera Jean Paul Thomas le 1^{er} Juillet 2010, date de départ à la retraite de celui-ci. A ce moment, Monsieur Bilas assumera la fonction de Directeur du Métier Operations VNI et de membre du Comité de Direction. Monsieur Bilas est de nationalité belge, a 37 ans, dispose d'un diplôme d'Ingénieur Civil obtenu à l'Université de Liège et d'un diplôme de "Master of Business Administration (MBA)" de la Heriot Watt University d'Edimbourg. Il est marié et père de deux enfants. Il a débuté sa carrière chez JP Morgan, à Bruxelles et à Londres, puis a occupé des fonctions au sein d'Accenture Luxembourg comme Senior Manager Financial Services. Il a ensuite été responsable adjoint du département Organisation de la Banque et Caisse d'Epargne de l'Etat à Luxembourg avant de rejoindre la DEXIA BIL où il a été "Head of Securities" jusque fin 2009.

Deux nouveaux associés chez ATOZ

ATOZ, cabinet de conseil fiscal indépendant et haut de gamme offrant un registre complet de conseils fiscaux et financiers à des clients internationaux et locaux dans des secteurs d'industries variés, annonce l'admission de deux nouveaux associés dans le partnership de la firme. Cette nomination va de pair avec la croissance du cabinet spécialisé en fiscalité. Fondé en juin 2004, ATOZ a réalisé une croissance exemplaire et compte aujourd'hui près de 100 collaborateurs, dont 11 associés.

- Nicolas Cuisset, 36 ans, a été parmi les premiers professionnels à rejoindre ATOZ lors de sa création en 2004. Nicolas travaille dans le département de l'ingénierie financière où il assiste de grands groupes dans leurs structures d'acquisition et de détention de participations. Il a fait ses études de droit à l'université de Lille et est détenteur d'un Master de droit privé ainsi que d'une spécialisation en droit des affaires Internationales et Européennes de l'université de Valenciennes.

- Peter Kleingam, 40 ans, est spécialisé en "Corporate et International Tax" dans les secteurs de l'institution financière, l'industrie et les structures de Private Equity. Il a débuté sa carrière en Allemagne en tant que conseiller fiscal puis Directeur en matière fiscale. Il est Bachelor "Finance and Tax" (Diplom-Finanzwirt) et est diplômé en tant que "Tax advisor" (Steuerberater). Ancien collaborateur d'un grand cabinet international à Luxembourg et à Londres, il a rejoint ATOZ en 2006. Peter possède également une expertise dans le leasing transfrontalier aérien et maritime.

Deux nouveaux partners chez Deloitte

Le 1^{er} décembre 2009, Deloitte a nommé deux nouveaux partners. Yves Francis, futur Managing Partner, a déclaré: "Les partners qui ont l'expérience du service au client au sein de l'entreprise connaissent parfaitement les besoins de nos différentes lignes de services. Leur présence à la tête des fonctions internes est la garantie d'un support de qualité." Fabrice est un consultant spécialisé dans l'industrie de la gestion d'actifs. Il a rejoint Deloitte en 2002 après avoir passé huit ans dans une des plus importantes organisations de gestion d'actifs de Luxembourg. Fabrice a depuis développé des compétences en matière de réglementation, de fiscalité et des aspects opérationnels liés à l'industrie de la gestion d'actifs en Europe. Depuis décembre 2009, il est Secrétaire Général de la firme et dirige les fonctions de support dans les services RH et Finance tout en restant en contact avec l'industrie de la gestion d'actifs et en poursuivant son implication auprès de clients de la firme. Bertrand a plus de 28 ans d'expérience, au Luxembourg et à l'étranger, dans les secteurs de l'administration, des ressources humaines, de la finance, de l'organisation, de la gestion de projets et des technologies de l'information. Après une carrière réussie dans le secteur bancaire, il a rejoint Deloitte en 2006 pour être responsable du développement commercial, de l'administration et de la gestion du département

Resourcing de Deloitte au Luxembourg. Depuis décembre 2009, il supervise également le Service Office Management.

United Nations Climate change leader joins KPMG

Yvo De Boer, one of the world's leading authorities on climate change and sustainability, is leaving his international role with the United Nations to join KPMG, the global network of professional service firms. Mr De Boer, Executive Secretary of the United Nations Framework Convention on Climate Change ('UNFCCC') - who facilitated the recent climate summit in Copenhagen - will have an international role working with KPMG member firms in advising business, governments and other organizations on sustainability issues. Mr De Boer said: "Concerns over energy prices, energy security and climate change are driving a new agenda for sustainable economic growth. "Sustainability is high on the agenda of investors, companies and governments alike. This demands new partnerships that foster strong economic growth, while respecting the need to protect the environment. "Although it is the role of governments to provide the necessary policy frameworks, I have always maintained that business will deliver the necessary innovation and solutions, providing the right conditions are created. With KPMG, I now have a chance to help make that happen.

Victor Constancio choisi comme vice-président de la BCE

Le Portugais Victor Constancio a été choisi par les ministres des Finances de la zone euro pour devenir le prochain vice-président de la Banque centrale européenne (BCE), annonce le président de l'Eurogroupe, Jean-Claude Juncker. Ce choix doit être formalisé par les ministres des Finances de l'ensemble de l'Union européenne, mardi matin. Victor Constancio, gouverneur de la banque centrale du Portugal, a été préféré à ses homologues luxembourgeois, Yves Mersch, et belge, Peter Praet. Selon des analystes, ce choix ouvre la voie à l'arrivée du gouverneur de la Bundesbank, Axel Weber, à la tête de la BCE en remplacement de Jean-Claude Trichet, qui prendra sa retraite en 2011, même si les pays de la zone euro insistent pour dire qu'aucun lien ne sera fait entre les deux nominations. (Reuters)

Andrew Browne appointed Chief Financial Officer of SES

Global satellite operator SES S.A. (Euronext Paris and Luxembourg Stock Exchange: SESE) announced the appointment of Andrew Browne as Chief Financial Officer and member of its Executive Committee, replacing current CFO Mark Rigolle who is taking up the position of Chief Executive Officer of satellite infrastructure start-up O3b Networks. Browne, a well-known satellite industry veteran, was CFO of Intelsat from 1995 to 1998, where he was instrumental in building up the foundation for a new company which later became New Skies Satellites. He then served as CFO of that company from 1998 to 2008, including during the incorporation into the SES group when it was purchased in 2006 from private equity owners. Since then, Browne has served in advisory as well as non-executive directorship roles in a variety of companies. He will take up his position at SES at the beginning of April.

Peter Engelberg resigns from his position as Managing Director of Banque Invik

Peter Engelberg has given his notice as Managing Director on February 25, 2010 after 3 years of loyal service. "I regret Peter's decision", says Anders Ek, Chairman. "Peter has come to the conclusion that he would like to pursue other opportunities in his career and we respect that of course and wish him the best of luck for the future". "I thank Peter Engelberg for his dedication to Banque Invik ever since he joined the Bank in 2007 and, in particular, for his excellent work as managing director since July 2009. To make this as smooth a change as possible for all of the bank's stakeholders, I have agreed with Peter that he should conti-

nue to head the bank as acting Managing Director during the coming months, until we find a suitable replacement".

AXA Luxembourg: Jean-Philippe Balon, nouveau Directeur en charge du marché des Particuliers

Le 1^{er} janvier dernier, Jean-Philippe Balon a été nommé au poste de Directeur en charge du marché des Particuliers et membre du Comité Exécutif d'AXA Luxembourg. Agé de 39 ans, Jean-Philippe Balon a démarré sa carrière chez BBL Life Luxembourg en 1995. En 2000, lors du passage à la marque ING (suite à la fusion avec De Vaderslandsche), il a pris successivement les fonctions de directeur d'ING Life Luxembourg, et ensuite dès 2006 de general manager et dirigeant agréé. Depuis près de 3 ans, il est également administrateur au sein de l'Association des Compagnies d'Assurances (ACA). Marié et père de 2 enfants, Jean-Philippe Balon est diplômé en sciences économiques et en sciences actuarielles de l'Université Catholique de Louvain-la-Neuve en Belgique.

Lombard International Assurance: Matthew Moran nommé directeur financier et directeur exécutif

Lombard International Assurance S.A. annonce que M. Matthew Moran a été nommé directeur financier et directeur exécutif. M. Moran (37) a 17 ans d'expérience dans les services financiers et bancaires en Europe et aux Etats-Unis. Il est membre de l'Institute of Chartered Accountants in England and Wales et a commencé sa carrière chez Arthur Andersen au Royaume-Uni. Ensuite, il a travaillé à New York chez Andersen Corporate Finance et Trenwith Securities LLC. Plus récemment, il occupait la fonction de Directeur des finances chez Anglo Irish Bank Corporation Limited et était membre de la direction après la restructuration de celle-ci en 2008 et la nationalisation de la banque. Matthew est diplômé en comptabilité et finances à l'Université du pays de Galles, Aberystwyth. Chez Arthur Andersen, il s'est d'abord spécialisé dans les services d'assurance aux clients pour s'occuper ensuite des finances industrielles dans les moyennes entreprises. Aux Etats-Unis, il a obtenu le titre de "General Securities Representative (NASD)".

Noble & Scheidecker: Catherine Baflast nommée associée

Noble & Scheidecker annonce la nomination de Catherine Baflast en tant qu'associée avec effet au 1^{er} janvier 2010. Diplômée de l'Université de Strasbourg (France) et après une expérience chez PricewaterhouseCoopers, Catherine Baflast rejoint le cabinet en 2002. Catherine a un large spectre de compétences y inclut la fiscalité des personnes physiques (aspects déclaratifs et conseil), le droit social, le contentieux fiscal et l'autorisation d'établissement. Au cours de ces 5 dernières années, Catherine s'est principalement concentrée sur le droit des sociétés et elle est particulièrement impliquée sur les implémentations de projets de groupes structurant ainsi que sur les fusions et acquisitions notamment sur des acteurs opérationnels sur le marché luxembourgeois. Catherine vient renforcer la direction du département Corporate (secteur d'activité majeur de MNKS) aux côtés de Marie-Béatrice Noble et Katia Scheidecker. Dans la continuité de son développement, Noble & Scheidecker est également très heureux de vous annoncer la promotion de deux de ses avocats en tant que Senior Manager. Cindy Arces, diplômée de l'Université de Nancy (France) et inscrite au barreau de Luxembourg, a été nommée en tant que Senior Manager au sein de l'équipe droit social. Son expérience couvre tous les aspects du droit du travail et de la sécurité sociale. Cindy est l'un des membres fondateurs de la première association luxembourgeoise spécialisée dans le droit du travail connu sous le nom "Employment Law Specialists Association, Luxembourg" ("ELSA"), qui a été créé au début de 2007. Diplômée de l'Université de la Sorbonne Paris et du Kings College de Londres, Virginie Leroy a récemment été promue en tant que Senior Manager au sein de l'équipe Banking, Finance & Investment Funds de Noble & Scheidecker. En charge de ce département,

Virginie est spécialisée dans les fonds d'investissements, les transactions financières ainsi que les marchés financiers. Virginie est également avocat en Angleterre et aux Pays de Galles.

Enovos nomme Nestor Didelot "Member of the Executive Committee - Chief Financial Officer (CFO)"

Lors de sa séance du 5 février, le Conseil d'Administration d'Enovos International S.A. a décidé de nommer, avec effet immédiat, M. Nestor Didelot "Member of the Executive Committee - Chief Financial Officer (CFO)" d'Enovos International, assumant la responsabilité des domaines Finance, Administration et Intégration. Il remplace le Dr Hanno Dornseifer, qui sera appelé à assurer en tant que "Allein"- Vorstand la direction d'Enovos Deutschland AG, filiale allemande d'Enovos Luxembourg S.A.

François Jacobs nouveau Directeur Commercial, pour VIVIUM Assurances

François Jacobs, âgé de 48 ans, a rejoint VIVIUM Assurances en tant que Directeur Commercial et membre du Comité Exécutif. Economiste de formation, il a occupé le poste de Directeur chez Generali Luxembourg pendant 8 ans avant d'endosser les fonctions de Directeur Régional au sein de la Direction Commerciale de P&V Assurances en Belgique de 2002 à 2010.

Jo Van Onsem prend la direction générale de Xerox Belgique-Luxembourg

Xerox annonce la nomination de Jo Van Onsem au poste de directeur général de Xerox Belgique-Luxembourg. Cette nomination est effective depuis le 1^{er} janvier 2010. A noter qu'il dirige également Xerox Hollande depuis le 30 juin 2007. L'exercice de ses deux fonctions managériales n'aura pas comme corollaire la constitution d'une entité Benelux. Xerox Hollande et Xerox Belgique-Luxembourg demeureront indépendantes et continueront à être jugées sur leurs résultats respectifs. Tout au long de sa carrière professionnelle, il n'a jamais cessé de parfaire ses connaissances. Ainsi, après avoir décroché une licence en Education Physique en 1987 à la VUB, il obtient en 1994, tandis qu'il est chez Xerox, un Degree of Executive Master in Business Administration à la Flanders Business School en collaboration avec la North Western University de Chicago. Et suit respectivement en 1997 et 1998 des formations en management et marketing à l'INSEAD (France) et à la Cranfield Business Management School (Angleterre). C'est en octobre 1987, au sortir de la VUB, qu'il entre chez Xerox Belgique-Luxembourg en tant que commercial. Trois ans plus tard, il passe la vitesse supérieure en étant nommé Sales Manager. Dirigeant une équipe de treize vendeurs, il a en charge le marché des grands comptes sur la quasi-totalité de la Flandre. Ensuite, de 1996 à 1998, il assume la direction d'une toute nouvelle unité baptisée DSI (Document Services Industry). Cette unité est chargée à l'époque de fournir des services gérés, en ce compris des solutions d'externalisation, et des équipements à l'industrie des arts graphiques et aux grands comptes, en Belgique et au Grand-Duché de Luxembourg.

En 1999, c'est l'expérience et la connaissance des besoins des clients de Xerox Belgique-Luxembourg acquises sur le terrain qui font de lui le candidat idéal pour la fonction de directeur du marketing et des opérations de la société, fonction qu'il occupe durant deux ans. Parallèlement il entre également au Senior Management Committee de la société. En 2001, il part en Allemagne pour rejoindre une équipe internationale chargée d'imposer la marque Xerox sur tout le territoire. Occupant respectivement la fonction de directeur général de la division PSG (Production Systems Group) et de la division XGS (Xerox Global Services), il réussit parfaitement sa mission. Au point que le 30 juin 2007, on lui remet entre les mains la fonction de directeur général de Xerox Hollande en charge de la commercialisation de l'ensemble de la gamme de produits et de services de la société aux Pays-Bas. C'est ce parcours sans faute qui lui a valu d'être également nommé à la tête de Xerox Belgique-Luxembourg le 1^{er} janvier 2010.

Une mesure de performance normalisée¹

Depuis sa première formulation au cours des années 1960, le Capital Asset Pricing Model (CAPM) a inspiré la création d'un grand nombre de mesures de performance ajustées au risque permettant un classement des actifs financiers. Parmi celles-ci se retrouvent notamment des mesures de performance particulièrement répandues dans l'industrie de la gestion d'actifs telles que l'alpha de Jensen², le ratio d'information³ ou le ratio de Modigliani et Modigliani (M²)⁴.

Entre-temps, d'autres théories se sont développées se basant sur des analyses multi-facteurs des rendements des actifs financiers. Bien que ces modèles multi-facteurs se soient relativement imposés comme des alternatives performantes au CAPM tant au sein de l'industrie de la gestion d'actifs qu'auprès du monde académique, la généralisation des mesures de performance issues du CAPM à des modèles multi-facteurs s'est montrée relativement limitée. Des trois mesures que nous avons citées, seul l'alpha de Jensen présente une généralisation évidente. Il mesure la surperformance d'un portefeuille par rapport à son benchmark et permet, dès lors, d'apprécier la capacité d'un gestionnaire à créer de la valeur pour ses clients en étant capable de détecter des titres qui rapportent plus qu'ils ne devraient compte tenu de leur risque et ce pour une période donnée. Il peut aisément être calculé pour tout modèle multi-facteurs comme l'intercepte de la régression empirique correspondante.

Dans ce contexte, nous analysons les propriétés de quatre mesures de performance normalisées pouvant être perçues comme des généralisations du ratio d'in-

formation et du ratio M² à une analyse multi-facteurs. Supposons le modèle multi-facteurs suivant :

$$R_{it} = \alpha_i + \sum_{j=1}^n \beta_{ij} F_{jt} + e_{it}$$

où R_{it} est le rendement du fonds i au temps t , α_i est l'intercepte (l'extension de l'alpha de Jensen au modèle multi-facteurs) de l'actif i , β_{ij} est le beta du fonds i relatif au facteur de risque j , F_{jt} est la prime de risque associée au facteur j au temps t et e_{it} est le terme d'erreur associé au fonds i au temps t .

Le risque total du fonds i (estimé par $\sigma(R_i)$) peut être ventilé en deux parties : la première correspondant au risque systématique de l'actif (le terme

$$\sigma^2\left(\sum_{j=1}^n \beta_{ij} F_j\right)$$

et la deuxième représentant le risque spécifique (le terme $\sigma^2(e_i)$). Le risque systématique est dû à l'évolution de l'ensemble de l'économie, de la fiscalité, des taux d'intérêt, de l'inflation... et est donc corrélé au marché. Le risque spécifique est indépendant des risques qui affectent l'ensemble des titres. Il résulte uniquement d'éléments particuliers qui affectent le titre analysé. De là, nous pouvons déterminer deux mesures de performance (l'alpha et le rendement excédentaire) ainsi que deux méthodes de normalisation qui, combinées, donnent lieu à quatre mesures de performance ajustées au risque :

$$ratio_1 = \alpha_i - \frac{\sigma^2(R_i)}{\sigma^2(e_i)}$$

$$ratio_2 = \bar{R}_i - \frac{\sigma^2(R_i)}{\sigma^2(e_i)}$$

$$ratio_3 = \alpha_i - \frac{\sigma^2(\sum_{j=1}^n \beta_{ij} F_j)}{\sigma^2(R_i)}$$

$$ratio_4 = \bar{R}_i - \frac{\sigma^2(\sum_{j=1}^n \beta_{ij} F_j)}{\sigma^2(R_i)}$$

où \bar{R}_i représente le rendement excédentaire du fonds i . Les $ratio_1$ et $ratio_2$ sont des généralisations du ratio d'information à l'analyse multi-facteurs. Supposons deux managers dont les fonds présentent la même performance et le même risque total (mesuré par $\sigma^2(R_i)$), ces deux ratios pénalisent la performance du fonds qui présente le risque spécifique (mesuré par $\sigma^2(e_i)$) le plus élevé. En effet, nous devrions attendre d'un manager prenant relativement plus de risque spécifique un rendement supérieur. Dans le même ordre d'idée, les $ratio_3$ et $ratio_4$ pondèrent le rendement du fonds par la part du risque systématique dans le risque total dudit fonds.

Un manager ayant l'opportunité de s'écarter significativement de son indice (composité) de référence (ce qui correspond à un ratio $\frac{\sigma^2(\sum_{j=1}^n \beta_{ij} F_j)}{\sigma^2(R_i)}$ faible) devrait

être à même de générer un rendement excédentaire supérieur. Nous pouvons comparer les caractéristiques de ces quatre nouvelles mesures de performance avec celles de l'alpha de Jensen. Dans un premier temps, nous analysons la sensibilité des classements de 8.784 fonds sur base des cinq mesures de performance à une modification du modèle utilisé pour les calculer⁵. Nous étudions les corrélations⁶ entre les classements obtenus sur base des différents modèles. Un coefficient de corrélation plus élevé indique que les classements sont plus proches l'un de l'autre. Dans un deuxième temps, nous analysons également la persistance des classements au cours du temps ainsi que la performance de portefeuilles constitués sur base des classements associés aux différentes mesures de risque. Pour ce faire, nous constituons dix portefeuilles (correspondant aux différents déciles) sur base des classements obtenus pour les différentes mesures de performance. Nous rebalancons ensuite les portefeuilles tous les mois sur base des nouveaux classements et comparons les performances des portefeuilles ainsi créés.

Sur base de ces différentes analyses, il apparaît que le $ratio_1$ présente les meilleures performances (particulièrement par rapport au très populaire alpha) en terme de sensibilité au modèle utilisé, de persistance dans le temps ainsi que de performance des fonds constitués sur base des classements obtenus. De par ses propriétés et sa simplicité de calcul, le $ratio_1$ apparaît dès lors comme une alternative à l'alpha traditionnel en tant que mesure de la compétence d'un gestionnaire à générer de la valeur pour ses clients et devrait être considéré avec attention à la fois par le monde académique et par les praticiens de la gestion d'actifs.

Danielle Sougné, Ph.D., Professor in Finance, KBL-CBC Chair Holder
HEC-ULg University of Liège
Danielle.Sougné@ulg.ac.be

Laurent Bodson, Ph.D. Candidate, Head of Asset Management Solutions
Gambit Financial Solutions S.A.
KBL Assistant Professor in Finance
HEC-ULg University of Liège
L.Bodson@gambit-finance.com

Laurent Cavenaille, KBL Research Assistant
HEC-ULg University of Liège
Laurent.Cavenaille@ulg.ac.be

- 1) Cet article s'inspire des résultats obtenus par Bodson, Cavenaille et Hübner (HEC-ULg Working Paper, 2010).
- 2) L'alpha de Jensen se calcule simplement comme l'intercepte issu de la régression empirique du CAPM.
- 3) Le ratio d'information est obtenu en divisant l'alpha de Jensen par une mesure de risque idiosyncratique définie comme l'écart-type des résidus de la régression empirique du CAPM.
- 4) Le ratio de Modigliani et Modigliani s'obtient en multipliant le rendement excédentaire (en excès du taux sans risque) moyen du fonds par l'écart-type des rendements de l'indice divisé par l'écart-type des rendements du fonds.
- 5) Nous utilisons les modèles de Fama et French, de Carhart ainsi que deux autres modèles intégrant des primes de risque pour la liquidité et pour les moments d'ordres supérieurs.
- 6) Nous étudions le coefficient de corrélation de rang de Kendall.