

# La pandémie, accélérateur de la disruption sur le long terme

Par Wesley LEBEAU, Gérant Actions Thématiques et Isabelle ERIMO, Responsable Spécialistes Produits - CPR AM

**S**ans transition. Du jour au lendemain, le monde entier a dû repenser son quotidien avec un seul horizon spatio-temporel : ici et maintenant. Une vie à distance, faite d'écrans interposés, qui ne tient qu'à un fil, celui de l'Internet. Les cours du pétrole s'effondrent et les prestataires de services de vidéoconférences voient leur utilisation exploser. Le wifi est devenu notre nouveau carburant.

«Investir aujourd'hui dans le monde de demain», telle est la signature du fonds CPR Invest - Global Disruptive Opportunities depuis son lancement fin 2016. Saisir les opportunités de long terme générées par les entreprises qui bouleversent un ordre établi, cassent les codes de leur secteur d'activité, telle est l'ambition du fonds. En quelques semaines, l'innovation s'est accélérée, les taux d'adoption à de nouveaux usages ont explosé : télé-médecine, apprentissage à distance, loisirs confinés... sont devenus la nouvelle norme, et cette nouvelle norme va perdurer. Autant d'activités entre quatre murs dont le portefeuille a pu bénéficier. Les perspectives long terme se sont conjuguées au présent.

## La vie confinée du portefeuille : une surperformance guidée par l'axe d'investissement de la «maison»

Après une période pendant laquelle les marchés étaient principalement préoccupés par la question «Comment mon portefeuille est impacté par le Covid-19?», un nouveau discours a émergé mi-mars, le marché se demandant alors «Comment mon portefeuille peut-il bénéficier du Covid-19?». Dans le contexte actuel, le fonds a nettement surperformé son indice de référence affichant une surperformance de 7,4% par rapport à l'indice MSCI World NR sur les trois derniers



mois. L'économie digitale a contribué à hauteur de 50% de la performance, suivie par l'Industrie 4.0 et par la Santé, qui ont contribué à hauteur d'environ 25% chacun ; la performance du thème de la Planète a été modérément négative.



Nous continuons d'accroître notre exposition au thème de la Maison dans des domaines dont nous estimons qu'ils donneront lieu à un changement sociétal permanent, à l'image du segment du Télétravail (technologies informatiques de data centers, de cyber sécurité et d'infrastructures de communication).

Nous avons pris ainsi trois décisions principales :  
- Ajouter une nouvelle valeur appartenant au thème de l'Apprentissage à domicile



baptisée Tal Education qui consiste en une stratégie de croissance multi-plateformes dont la dynamique de l'activité en ligne est solide.

- Renforcer fortement notre exposition au thème de la FinTech, et notamment des paiements, qui a été fortement pénalisé au début de la période de confinement suite à la chute des volumes de transaction associée aux mesures de confinement. Les consommateurs évitent désormais d'utiliser l'argent liquide et se ruent vers les paiements en ligne, les portefeuilles électroniques et les paiements sans contact, ce qui supposera un boom des volumes de transaction durant les prochains mois.

- Prendre des bénéfices sur le thème du divertissement à domicile qui a été assez résilient (le visionnage sur Netflix et les jeux vidéo ne sont pas un changement sociétal permanent).

## Avant, pendant et après le confinement : les raisons d'investir dans le fonds

**Surperformance et résilience dans différentes phases de marché**  
L'équipe de gestion a démontré sa capacité à créer de la valeur sur différents cy-

cles de marché. Depuis son lancement, Global Disruptive Opportunities a surperformé l'indice MSCI World lors de chaque phase de marché, y compris dans des phases de rotation sectorielle forte, à l'exception du mois d'octobre 2018 où l'ensemble des classes d'actifs ont enregistré une corrélation importante. Cette solide résilience témoigne de la robustesse de notre processus d'investissement et de notre capacité à gérer le fonds dans un environnement soumis à une très forte correction et une forte volatilité sur les marchés financiers, comme en 2019 et en ce début de l'année.

## Des opportunités liées à la correction de marché

Au cours de ces dernières semaines, la compression de la valorisation de notre univers d'investissement a généré l'opportunité de procéder à des arbitrages en faveur des tendances en phase d'accélération par le biais de nouvelles valeurs. La dynamique de croissance des chiffres d'affaires et des bénéfices représente encore un facteur de soutien très fort du fonds (+16,8% et +15%, respectivement, dans le fonds contre -0,4% et -1,5%, respectivement, pour l'indice MSCI World, prévisions pour 2020). Le ratio cours/bénéfices par rapport au MSCI World a retracé de l'ordre de 20% depuis le pic de marché. Nous nous approchons ainsi du même niveau qu'à la fin 2018, ce qui nous donne plus de confiance à accroître certaines positions et à sélectionner de nouvelles valeurs.

## Un positionnement sur des thèmes dynamiques sur le long terme

Les récessions accélèrent les changements et créent souvent des points d'inflexion tendanciels ou stimulent les tendances existantes. Les stratégies basées sur la disruption en seront les principales bénéficiaires ; certaines entreprises sont dotées de fonds propres importants et ont des modèles économiques et/ou des capacités technologiques qui leur permettront de tirer profit des turbulences sur les marchés et de

changements de comportement afin de s'octroyer une part de marché supplémentaire. De telles entreprises devraient sortir en meilleure santé de cette crise.

## Une approche diversifiée pour naviguer habilement malgré le vent de face

Global Disruptive Opportunities permet d'accéder, en une seule solution, à près de 30 sous-thèmes disruptifs répartis en 4 dimensions : Économie digitale, Santé & Sciences de la vie, Industrie 4.0 et Planète. Cette approche unique est parfaitement adaptée à l'environnement actuel. La diversification privilégiée par la présence de différents profils de modèles disruptifs - des pure players aux acteurs historiques qui, à leur tour, s'adaptent avec réussite au changement - assure un profil de rendement/risque équilibré capable de résister à diverses conditions de marché et à fournir de multiples sources d'alpha potentiel.

Par son approche inédite couvrant l'ensemble de l'écosystème disruptif, à la fois mondial et tous secteurs, CPR Invest - Global Disruptive Opportunities permet de bénéficier de l'ensemble des tendances qui offrent actuellement des opportunités uniques.

CPR INVEST - GLOBAL DISRUPTIVE OPPORTUNITIES - PROFIL DE RISQUE <sup>1</sup>		Profil de risque de rendement (SRRI) <sup>2</sup>	
Risque de contrepartie	Oui	1 2 3 4 5 6 7	
Risque de perte en capital	Oui	A risque plus faible. A risque plus élevé.	
Risque lié au marché actions	Oui	Rendement potentiellement plus faible. Rendement potentiellement plus élevé.	
Risque de taux et de crédit	Résiduel		
Risque de change	Oui		
Durée minimum de placement recommandée	> 5 ans		

1) Toute souscription dans un OPC doit se faire sur la base du Document d'Information Clé pour l'Investisseur (DICI). Nous vous recommandons de vous informer soigneusement avant toute décision d'investissement et de vous reporter notamment aux rubriques «Objectifs et politiques d'investissement», «profil de risque et de rendements» et «frais» du DICI.

2) Le SRRI correspond au profil de risque et de rendement présent dans le DICI. La catégorie la plus faible ne signifie pas «sans risque». Il n'est pas garanti et pourra évoluer dans le temps.

Le prospectus est disponible sur le site [www.cpr-am.com](http://www.cpr-am.com) ou sur simple demande auprès de CPR AM. L'OPC cité n'offre pas de garantie de performance et présente un risque de perte en capital. Les performances passées ne sont pas constantes dans le temps, ne font l'objet d'aucune garantie et ne sont donc pas un indicateur fiable des performances futures.

## Research in Finance

# Towards Marketing of Financial Products

**The proliferation of funds as well as fund styles seems to be inconsistent with standard rationality assumptions. If standard portfolio theory, based on those assumptions, holds, then retail investors should hold large diversified portfolios together with investments in non-risky assets. Risk aversion should exclusively determine the amount of non-risky investments compared to the risky diversified fund. It is well-known that this is not what is empirically observed, a phenomenon called the asset allocation puzzle. Over the last two decades, standard rationality assumptions have been questioned by the behavioral economic and finance literature. This has led to Behavioral Portfolio theory, even though the applications are quite meagre. The potential "irrationalities" open the door to some kind of marketing of investment funds.**

A recent paper by Kostovetsky and Warner (2019) focusses on product innovation in the fund industry. It is apparently the first paper to use text-based measures from prospectuses to measure product differentiation of the fund. This new text-based measures enable the authors to distinguish between innovation, the launch of new funds in a fund family, and product differentiation, a distinction that was not made previously. The text-based measures also seem to catch some features of the fund strategy better. This distinction between product innovation and differentiation is important, as larger fund families tend to start more funds, but smaller fund families tend to create more differentiated products.

The text-based measures used to measure this product differentiation are motivated by the marketing literature. Product differentiation is typically used by firms that are unable to compete purely on costs, which is the case for smaller fund families. Firms can market their products as better or different along

some dimensions valued by consumers, even though those dimensions are not necessarily material to the product (Broniarczyk and Gershoff (2003)). In the case of investment funds, the marketing of so-called sustainable investment funds or different types of policy-friendly funds can be viewed through that prism. The salience, which in the marketing literature, refers to how an item stands out (Ehrenberg, Barnard and Scriven (1997), Romaniuk and Sharp (2004)) is also important to create visibility in face of search costs.

The flow-performance relationship also plays a major role. Product differentiation should in principle attenuate the flow-performance relationship. In the standard Green and Berk (2004) framework, flows to funds increase till alphas are equalized to fees in cross-section. With product differentiation, however, this mechanism should be less vigorous and with strong uniqueness features some funds might survive with negative alpha.

Kostovetsky and Warner (2019) analyze the prospectuses provided by the Morningstar database. More exactly, they analyze the overlap of words with other funds in the same Morningstar category. The overlap is formally measured by calculating the number of words that overlap in the whole text. Results indicate that a typical fund shares approximately 40% of words with other funds in the same Morningstar category.

The authors also measure the similarity in holdings using the so-called Cosine Similarity. Typical funds hold on average only 20% of assets in common with other funds in the same category. Finally, return correlations for same category funds are analyzed. This enables to define the uniqueness of funds along different dimensions: *Text-Uniqueness*, *Holding Uniqueness* and *Return-Uniqueness*. The results indicate that text-based measures catch fund uniqueness better than fundamentals-based measures.

One of the fundamental questions is how family size of the fund industry impacts product innovation. Khorana and Servaes (1999,2012) show that large

fund families open more new funds than small families. The explanation is straightforward as there are significant fixed costs in starting new funds. Kostovetsky and Warner (2019) show, however, that the rate of innovation is higher for smaller fund families in the sense that they start more new funds per number of existing funds in the family.

Empirically, this start rate is approximately 5% yearly for the smallest families but goes down to 2% per year for the biggest families. An analysis of text-uniqueness also indicates that small family new fund starts are more differentiated than fund stars of bigger families. Those analyzes shed light on the potential impact of the industrial concentration of the asset management industry for innovation and product differentiation.

As Asset Management Companies in general maximize total income from fees of their funds managed, it is also interesting to analyze the economic incentives that lead to the fund innovations mentioned above. It is well-known that the fund industry, on the cost side, is subject to decreasing costs with scale and thus bigger fund families have lower marginal costs to open new funds, and thus lower expense ratios. Across all funds there does not exist any relationship between expense ratios and text-uniqueness measures.

A more detailed analysis, however, indicates that for smaller fund families, uniqueness goes together with higher expense ratios. Only larger fund families that can cross-subsidize new funds can launch unique new offerings with lower expense ratios. Empirical evidence indicates that funds with higher text-uniqueness collect significantly more fees during the first years of existence, even with lower expense ratios. A one standard deviation increase in text-uniqueness leads to a 21% increase in collected fees during the following year. This effect is due to the flows into the funds and the higher the text-uniqueness of the new fund, the higher the flows into the fund.

The flow-performance relationship plays a major role in determining the strategy of a sponsor of a

fund family. It is well-known that there exists a strong correlation between past risk-adjusted returns and fund flows (Sirri and Tufano (1998)). Kostovetsky and Warner (2019) also find a positive relationship between past flows and performance, but text-based uniqueness seems to make flows less sensitive to past performance. The authors then analyze whether there is a more significant impact on inflows rather than outflows. The impact seems similar however, which means that text-uniqueness mostly decreases the volatility of flows.

The most interesting feature of this type of research is the interaction between marketing and finance, a field that does not really exist in academics but given the importance of sales in the finance sector with sometimes not much distinguishing features, the analysis of the marketing and distribution channels matter (Egan (2019)). It is thus highly likely that an academic field that focusses on marketing of financial products will develop in the future, a niche which doesn't seem to be filled yet.

Dr. Michel VERLAINE

ICN Business School

Head of the Banks, Funds and Markets Master specialization

[Michel.verlaine@icn-artem.com](mailto:Michel.verlaine@icn-artem.com)

Berk, J. and Green, R. (2004) "Mutual Fund flows and performance in rational markets", *Journal of Political Economy* 112, 1269-1295.

Broniarczyk, S. and Gershoff, A.D. (2008) "The reciprocal effects of brand equity and trivial attributes", *Journal of Marketing Research* 40, 161-175.

Egan, M. (2019) "Brokers versus Retail Investors: Conflicting Interests and Dominated Products", *The Journal of Finance*, Vol. LXXIV, No 3.

Ehrenberg, A., Barnard, N. and Scriven, J. (1997) "Differentiation or salience", *Journal of Advertising Research* 37, 7-14.

Kostovetsky, L. and Warner, J. (2019) "Measuring Innovation and Product Differentiation: Evidence from Mutual Funds", *The Journal of Finance*, Oct 2019.

Khorana, A. and Servaes, H. (1999) "The determinants of mutual fund starts", *Review of Financial Studies* 12, 1043-1074.

Khorana, A. and Servaes, H. (2012) "What drives market share in the mutual fund industry?", *Review of Finance* 16, 81-113.

Sirri, E. and Tufano, P. (1998) "Costly search and mutual funds", *Journal of Finance* 53, 1589-1622.

Romaniuk, J. and Sharp, B. (2004) "Conceptualizing and measuring brand salience", *Marketing Theory* 4, 327-342.