



Epsilon

Histoire
d'un fonds
d'investissement
parisien

The story of a Parisian investment fund



METORI
Capital Management

Remerciements :

Merci à toutes les personnes qui nous ont permis de reconstituer cette histoire et notamment à Anice El Amrani, Philippe Balthazard, Laurent Benaroch, Manuel de Bonneval, Jean-Louis Juchault, Jean-Marie Laurent, Bruno Leroy, Sofiane Maazouz, David Obert, André Sablayrolles, Marc Sérafini.

Merci en particulier à ceux qui ont accepté d'en relire des versions préliminaires : Gilles Barret, Jean-Jacques Joulidé, Julien Laplante, Manuela Marzocchi, Laurent Le Saint, Lionel Paquin, Sander Sboray, Laurent Surjon, QG Tran, Thaddée Tyl.

Merci enfin à Alain Casiraghi dont le témoignage a été particulièrement éclairant.

Toutes les erreurs et inexactitudes qui resteraient dans ce texte sont de notre unique responsabilité.

Réalisation :

Coordination : Nicolas Gausse

Rédaction : Anne-Cécile Huwart, Nicolas Gausse

Traduction : Emma Morton

Mise en page : Anne Gilbert

Photos : Peter Allan - Istock

Impression : Copy Top

Avertissement :

Ce document n'est que l'histoire de Metori Capital Management (« Metori »), du programme Epsilon et des personnes qui y ont contribué. Il ne vise pas à conseiller ni représenter que les stratégies décrites sont appropriées à quelque investisseur que ce soit. Toute information contenue dans ce document est purement indicative, n'est pas de nature réglementaire et n'a pas de valeur contractuelle. Rien de ce qui est contenu dans ce document ne constitue, ou ne peut être interprété comme, une offre ou une sollicitation de Metori de vendre, souscrire ou investir dans tout produit d'investissement, ou de fournir tout type de prestation de service ou de conseil.

Acknowledgements:

Thank you to all the people who helped us tell this story, and in particular Anice El Amrani, Philippe Balthazard, Laurent Benaroch, Manuel de Bonneval, Jean-Louis Juchault, Jean-Marie Laurent, Bruno Leroy, Sofiane Maazouz, David Obert, André Sablayrolles, Marc Sérafini.

Special thanks goes to those who re-read the first drafts: Gilles Barret, Jean-Jacques Joulidé, Julien Laplante, Manuela Marzocchi, Laurent Le Saint, Lionel Paquin, Sander Sboray, Laurent Surjon, QG Tran, Thaddée Tyl.

Last but not least, thank you Alain Casiraghi for your particularly enlightening account.

Any errors or inaccuracies in the text remain our sole responsibility.

Production:

Coordination: Nicolas Gausse

Writing: Anne-Cécile Huwart, Nicolas Gausse

Translation: Emma Morton

Lay-out: Anne Gilbert

Photos: Peter Allan - Istock

Printing: Copy Top

Disclaimer:

This document is the story of Metori Capital Management ("Metori"), the Epsilon programme and the individuals who contributed to it. It is not intended to advise or represent that the strategies described therein are appropriate for any investor. Any information contained in this document is strictly indicative. It is not regulatory in nature and does not represent a contractual commitment. Nothing contained in this document constitutes, or may be construed as, an offer or invitation by Metori to sell, subscribe or invest in any investment product or to provide any type of service or advice.





Introduction

Epsilon a 20 ans ! Aujourd'hui géré par **Metori Capital Management**, société de gestion créée à Paris en 2017, Epsilon est l'un des plus anciens programmes de gestion de futures en Europe.

Ce fonds a connu de grands succès et aussi des remises en question ; de nombreux acteurs ont contribué à son histoire qui se superpose à celle de Paris comme place financière. C'est cette histoire que nous avons voulu raconter.

Twenty years in the making! Managed today by **Metori Capital Management**, created in Paris in 2017, Epsilon is one of the oldest futures management programmes in Europe.

The fund has seen major successes and periods of re-assessment; the story of its development, which overlaps that of Paris as a financial centre, has been shaped by many actors. This is our story.



Années 1980

4

Un terrain favorable

Aux Etats-Unis, les marchés de contrats à terme (*futures contracts* ou plus simplement *futures*) jouent depuis longtemps un rôle central dans le bon fonctionnement de l'économie. Le Chicago Board of Trade, créé en 1848, est l'un des plus anciens marchés organisés encore en activité. Conçus à l'origine pour permettre aux producteurs et aux consommateurs de gérer les risques liés aux matières premières agricoles, ces marchés se sont ensuite étendus aux autres matières premières puis aux actifs financiers : obligations, actions et taux de change.

A quelques exceptions près, notamment au Royaume-Uni, le développement des marchés à terme européens s'est fait de façon plus lente. La place financière de Paris, en particulier, a alterné les phases d'expansion et de repli tout au long du vingtième siècle. L'explication est en partie culturelle. Le vieux continent affiche une réticence historique vis-à-vis de la financiarisation de l'économie et des activités d'investissement. Si, dans la mentalité européenne, « faire travailler » son argent est légitime, spéculer ne l'est pas. Les *futures*, malgré leur ancrage dans l'économie agricole, pourtant bien concrète, pâtissent de leur association à l'idée de spéculation.

Issue de la loi de modernisation financière portée par Pierre Bérégovoy, la création du **MATIF** (Marché à Terme International de France), en 1986, traduit les nouvelles ambitions de la place de Paris. Elle permet entre autres d'améliorer les conditions de placement de la dette de l'Etat français, quitte à entrouvrir la porte à la « spéculation financière ». Le succès est tel que le nombre de contrats traités augmente rapidement. Le lancement du **contrat CAC 40** en 1988 permet au MATIF, initialement cantonné aux produits de dettes, de s'élargir aux actions.

Le mouvement de libéralisation de la finance française est en marche, comme en atteste la création des **FCIMT** (Fonds Commun d'Intervention sur les Marchés à Terme) en 1989.

The 1980s

The stage is set

In the United States, futures markets have long played a central role in the proper functioning of the economy. The Chicago Board of Trade, established in 1848, is one of the oldest, still operating, organised markets. Originally designed to allow producers and consumers to manage the risks inherent in food commodities, these markets were expanded to include other commodities and, later, financial assets such as bonds, shares and exchange rates.



With few exceptions (e.g. the U.K.), futures markets developed more slowly in Europe. Financial trading in Paris, in particular, alternated between expansion and downturn throughout the 20th century. The explanation is partially cultural. Historically, the old continent resisted the financialization of the economy and investment activities. As European thinking went, putting one's money "to work" was legitimate. Speculating was not. Futures, though anchored in the very tangible farming economy, suffered from their association with the idea of speculation.

Ces fonds d'un type nouveau fournissent aux acteurs économiques un véhicule de placement parfaitement adapté aux investissements via les contrats à terme. Permettant d'acheter, vendre à terme et de bénéficier de l'effet de levier propres aux *futures*, les FCIMT sont de véritables hedge funds régulés avant l'heure. Alors qu'ils constituent une innovation majeure, ils sont pourtant perçus comme complexes et difficiles à appréhender.

En parallèle de cette évolution juridique et financière, l'accroissement des capacités de calcul informatique ouvre progressivement la voie à de nouveaux outils.

Dans les années 1980, le calcul de statistiques ne pouvait se faire que sur papier avec l'aide de calculatrices ou en utilisant des programmes informatiques lourds, comme SAS. Dans les années 1990, l'avènement de logiciels comme Microsoft Excel et de langages de programmation comme le C rendent possibles des calculs inenvisageables auparavant.



C'est dans ce contexte de grandes mutations que le programme Epsilon est lancé au début des années 1990.

The creation in 1986 of the **MATIF**, France's international futures exchange, subsequent to a new law to modernise financial activity, consolidated the new ambitions of the Paris stock exchange.

Among other things, it improved conditions for the investment of French government debt, albeit at the risk of opening the door to 'financial speculation'. Success was swift, and the number of signed contracts increased rapidly. In 1988, the launch of the **CAC 40 contract** allowed the MATIF, whose activities were initially limited to debt instruments, to move into the equity market.

The liberalisation of French finance was underway, as evidenced by the creation of **FCIMTs** – a precursor of hedge funds – in 1989. This new type of fund provided investors with an investment vehicle which was perfectly suited to futures contracts. A form of regulated hedge funds before their time, FCIMTs allowed investors to purchase, forward price and benefit from the leverage offered by futures markets. A major innovation, these funds were nevertheless viewed as complex and hard to understand.

Along with legal and financial changes, modern computing capabilities led the way to new tools.

In the 1980s, statistical calculations could only be done on paper using calculators and cumbersome software like SAS. The arrival of tools like Microsoft Excel and 'C' programming language in the 1990s made previously unthinkable calculations possible.

Epsilon was launched in the early 1990s in this context of major transformation.



Années | 1990

8

Naissance

Certains acteurs, en recherche d'innovation, prennent la mesure des opportunités créées par cette nouvelle donne. Sur la place financière parisienne, dans les bureaux et les restaurants de l'Opéra, les professionnels se croisent et les idées s'échangent.

Dans la salle de marché de la **Société Générale, Quoc-Giao (QG) Tran** et **Thaddée Tyl**, tous deux polytechniciens, sont des spécialistes du trading de *futures*. Ils s'interrogent sur la façon d'utiliser leur savoir-faire en gestion de portefeuilles.

De leur côté, **Jean-Louis Juchault** et **David Obert**, responsables de **Barep Asset Management**, une filiale de la Société Générale, recherchent de nouveaux produits à lancer. La Barep est à l'époque connue pour ses capacités d'innovation et de maîtrise de la complexité. Ainsi naît le projet de lancement par la Barep d'un fonds de *futures* avec le soutien de la salle des marchés de la Société Générale.

Afin de renforcer l'équipe, Jean-Louis Juchault et David Obert recrutent **Alain Casiraghi**. Alain travaille alors chez Indosuez comme gérant du fonds Newton, un des rares FCIMT déjà lancés à cette époque. Il y est conseillé par **Manuel de Bonneval**, spécialiste de la gestion de *futures*, ancien trader sur le MATIF et fin connaisseur de l'industrie des *hedge funds* américains et notamment des *Commodity Trading Advisors (CTA)*.

Le **FCIMT Epsilon** naît en 1994. Thaddée Tyl rejoint alors la Barep avant de la quitter rapidement pour fonder son propre fonds, Rivoli Fund Management, soutenu par la Banque Transatlantique.

De formation littéraire, Alain est perçu comme brillant et atypique dans le monde des marchés de la Société Générale. Il part du principe que le suivi de tendances pluri-mensuelles fonctionne car il

1990



The 1990s

A fund is born

Some investors, in search of innovation, saw the opportunities created by this new environment. At the Paris stock exchange and in the offices and restaurants of the nearby Opéra district, professionals mingled and ideas were shared.

In the trading rooms of the **Société Générale**, **Quoc-Giao (QG) Tran** and **Thaddée Tyl**, both graduates of the city's prestigious Polytechnique school and specialised in futures trading, began wondering how they could apply their expertise to portfolio management.

At the same time, **Jean-Louis Juchault** and **David Obert**, managers at **Barep Asset Management**,



1995

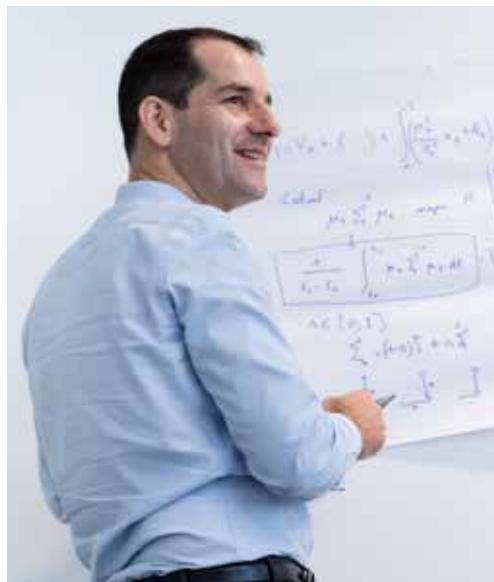
Lancement d'Epsilon FCIMT
Launch of Epsilon FCIMT

permet de dépasser les hésitations de court-terme des marchés financiers et de bénéficier des tendances macro-économiques sous-jacentes. De ce point de vue, le choix de tel ou tel indicateur de tendance n'est pas essentiel et il convient de se concentrer sur les modalités d'entrée en position ainsi que sur les mécanismes d'allocation entre marchés.

Si ces principes paraissent raisonnables aujourd'hui, ils prennent à rebours une opinion répandue à l'époque selon laquelle gérer un fonds de *futures* consiste essentiellement à rechercher LE signal de tendance qui permettra à celui qui le découvre de devenir riche. Encadré de près par David Obert qui impose une approche très systématique, Alain Casiraghi met en place un processus d'investissement d'un type nouveau qui va rapidement démontrer sa redoutable efficacité.

Sur le front commercial, Jean-Louis Juchault fait appel à **Laurent Surjon** et **Jean-Jacques Joulie** afin de l'aider à distribuer Epsilon. En effet, malgré des performances prometteuses, les investisseurs institutionnels sont réticents à investir dans un produit qu'ils appréhendent mal.

Jean-Jacques et Laurent comprennent vite que le produit correspond parfaitement aux attentes des investisseurs lorsqu'il est assorti d'une garantie en capital. Aidés de **Marc Sérafini**, ils font rapidement décoller le programme Epsilon : de quelques millions à son lancement, il atteint plusieurs centaines de millions en 1996.



1995



a subsidiary of Société Générale, were looking to launch new products. Known at the time for its ability to innovate and handle complexity, Barep decided to launch a futures fund with support from the Société Générale's trading room.

To strengthen the team, Jean-Louis Juchault and David Obert hired **Alain Casiraghi** at Indosuez, where he was manager of the Newton fund, one of the rare FCIMTs already in operation. He was advised by **Manuel de Bonneval**, a specialist in futures management, a former MATIF trader, and connoisseur of the American hedge fund industry and commodity trading advisors (CTAs).

The **Epsilon FCIMT** was created in 1994. Thaddée Tyl joined Barep but left shortly after to create his own fund, Rivoli Fund Management, with support from Banque Transatlantique.

With his literary background, Alain was viewed as brilliant and atypical on the trading floor of Société Générale. In his view, trend following trading over several months worked because it overcame short-

Le succès est tel que Jean-Jacques Joulié et Laurent Surjon, à l'origine indépendants, rejoignent la Barep pour en prendre la direction commerciale. Si les premiers succès sont en effet limités à la France, les deux hommes se rendent compte de son très fort potentiel à l'étranger, aux Etats-Unis notamment.

Un véhicule d'investissement irlandais, **Epsilon Managed Futures**, est donc lancé en août 1997 pour permettre ce développement. Ce fonds, le plus ancien du programme Epsilon encore en activité, fête, en cette année de lancement de Metori, son vingtième anniversaire.



term skittishness on financial markets and profited from underlying macro-economic trends. In that sense, the choice of one trend indicator over another was not essential; investors could focus on investment decisions and asset allocation strategies.

Such principles, widely accepted today, clashed with the common belief at the time that managing a futures fund essentially consisted in finding THE trend indicator that could make a fortune. Closely guided by David Obert, who applied a very systematic approach, Alain Casiraghi put in place a new type of investment method which quickly confirmed its effectiveness.

Jean-Louis Juchault called up **Laurent Surjon** and **Jean-Jacques Joulé** to the commercial front to help him distribute Epsilon. Despite a promising performance, institutional investors were reluctant to invest in a product they didn't understand. Quickly, Jean-Jacques and Laurent realised that the product was perfect for investors when accompanied by a capital guarantee. With help from **Marc Sérafini**, they promptly got the Epsilon programme off the ground, from a few million at its launch, the fund managed hundreds of millions by 1996.

Given the programme's success, Jean-Jacques Joulé and Laurent Surjon, initially independent, joined Barep to lead its sales team. While achievements were limited to France, the men knew it had enormous potential abroad, and in the U.S. in particular.

An Irish investment vehicle – **Epsilon Managed Futures** – was launched in August 1997 to get the ball rolling. This fund, the oldest Epsilon fund still in operation, turned twenty in 2017, the year in which Metori was launched.

1998

14

Une année record

La notoriété grandissante d'Epsilon permet à Jean-Louis Juchault de devenir le premier membre non-américain de l'influente Managed Fund Association (MFA). Fin 1997, le fonds réalise une fois de plus d'excellentes performances et ce malgré la crise asiatique.

Mais les montants en jeu, très supérieurs à ceux de 1994, génèrent des différends difficiles à réconcilier. Alain Casiraghi quitte la Barep et laisse la barre du programme à ses seconds, **Edouard Petitdidier** et **Laurent Benaroch**. Ce départ n'altère pas le développement du fonds, qui va véritablement se distinguer en 1998.



Malgré la crise asiatique et le défaut de paiement de la Russie le 17 août 1998, Epsilon Managed Futures finit l'année avec une performance spectaculaire de 34%. Ce succès sans précédent jette un coup de projecteur sur le programme parisien. Les encours s'approchent du milliard d'euros, pour finalement les atteindre au début de 2001.

Le succès et la dimension nouvelle du programme vont mettre la gouvernance de la Barep à rude épreuve et, paradoxalement, donner un coup de frein au développement d'Epsilon.



1998

A record year

The growing reputation of Epsilon opened the door of the influential Managed Fund Association (MFA) to Jean-Louis Juchault, who became its first non-American member. By late 1997, despite the Asian crisis, the fund repeated its excellent performance.

The amounts invested, far greater than those in play in 1994, generated irreconcilable differences, however. Alain Casiraghi left Barep, and his seconds in command – **Edouard Petitdidier** and **Laurent Benaroche** – remained at the programme's helm. His departure did not affect the growth of the fund, which made its mark in 1998.

L'équipe dirigeante cherche en effet à rendre Epsilon plus autonome et à le faire tendre vers une structure entrepreneuriale. Les enjeux touchent autant à la gouvernance qu'à la politique de rémunération. De telles revendications s'avèrent incompatibles avec le modèle de la Société Générale qui entreprend d'organiser ses activités de gestion en créant Société Générale Asset Management, en 1998.



Face à cette incompatibilité, Jean-Jacques Joulé et Laurent Surjon quittent la Barep dès 1999, emmenant avec eux une partie de l'équipe commerciale pour créer Alternative Investment Partners.

Au début de l'année 2000, soutenus par Crédit Lyonnais Asset Management, Jean-Louis Juchault et David Obert démissionnent à leur tour pour créer Systema où les rejoignent entre autres Édouard Petitdidier et Laurent Benaroch.

Despite the Asian crisis and Russia's debt default on 17 August 1998, Epsilon Managed Futures ended the year with spectacular 34% growth. This unprecedented performance put the Parisian programme in the spotlight. Funds under management neared €1 billion, and reached that amount in early 2001.



The programme's achievements and innovative nature sorely tested the governance of Barep, and, paradoxically, put the brakes on Epsilon's growth. Its executive team sought to make Epsilon more autonomous by moving it towards an entrepreneurial structure. The changes, which concerned both governance and compensation policy, were incompatible with the model of Société Générale, which created Société Générale Asset Management in 1998 to carry out its activities in this area.

In light of these incompatibilities, Jean-Jacques Joulié and Laurent Surjon left Barep in 1999, taking some of the sales team with them. They created Alternative Investment Partners.

In the early 2000s, supported by Crédit Lyonnais Asset Management, Jean-Louis Juchault and David Obert also resigned in order to create Systeia, where they were joined by Edouard Petitdidier and Laurent Benaroché, among others.

Les années 2000

18

Le doute

Epsilon entame donc les années 2000 dans une situation paradoxale. En quelques années seulement, le programme a dépassé le milliard d'euros sous gestion. Leader européen, il s'est fait une place de choix dans l'industrie. Rivalisant avec les géants américains, il bénéficie d'une reconnaissance nationale et internationale. Pourtant, en interne, la situation est devenue complexe. En moins de deux ans, l'équipe initiale est partie et la Barep est confrontée à une crise de croissance inédite.

Pierre Boulogne, président du groupe Barep, nomme alors **Gilles Barret** à la tête de Barep Asset Management. Issu des salles de marché de la Société Générale, Gilles allie une formation d'ingénieur à une très bonne fibre commerciale.



Que faire? Seul Alain Casiraghi possède la légitimité suffisante pour relancer le programme, mais son départ en 1997 a laissé des traces. Il est maintenant gérant du fonds Dexia Systemat et s'est entouré d'une équipe de professionnels chevronnés. Un accord est finalement conclu aux termes duquel Alain revient à la Barep accompagné de ses lieutenants : **Daniel Pyc**, **Jean-Marie Laurent** et **Emerick Duchêne**.

Malheureusement, la taille d'Epsilon et les nombreux départs ont enrayé la machine.

2000

☆ G. Barret

☆ A. Casiraghi



A new millennium

Uncertainty

Epsilon headed into the noughties in a paradoxical position: in just a few years, assets under management grew to over one billion euros. It was a European leader that secured a choice position in the industry. A rival of big American players, Epsilon had earned national and international recognition, but internally, things became complex. In less than two years, the original team left, and Barep faced an unprecedented growth crisis.

Pierre Boulogne, President of the Barep group, appointed **Gilles Barret**, an engineer with formidable sales skills who had worked on Société Générale's trading floors, to head Barep Asset Management.

Difficile pour Gilles Barret, malgré ses efforts, de recréer les conditions du succès. Alain Casiraghi et son équipe peinent à trouver leur place dans un groupe qui cherche à diversifier son offre plutôt qu'à se concentrer sur le fonds. Les investisseurs, échaudés par cette instabilité, sont devenus attentistes et les encours s'effritent lentement.

Pour renforcer le contrôle des risques, Gilles Barret fait venir **Philippe Balthazard** de la Caisse des Dépôts et Consignations à la fin de l'année 2004. Celui-ci devient gérant du fonds l'année suivante, après le départ définitif d'Alain.

De 2005 à 2010, le fonds connaît 6 ans de performances ininterrompues, générant 14% par an en moyenne ! En 2008, point de départ d'une crise financière historique, Epsilon prend de nouveau le contrepied de la tendance mondiale et affiche une performance de 27% ! Mais rien n'y fait, les changements d'organisation successifs continuent d'anesthésier l'effort commercial.



A problem needed resolving: Alain Casiraghi, whose departure in 1997 had left scars, was the sole figure with sufficient clout to reboot the programme. He was manager of the Dexia Systemat fund, surrounded by a team of experienced professionals. An agreement was finally reached, and Alain returned to Barep with his lieutenants, **Daniel Pyc, Jean-Marie Laurent** and **Emerick Duchêne**.



Unfortunately, the size of Epsilon, along with several resignations, had slowed down operations, and despite his efforts, Gilles Barret had trouble reproducing the conditions for success. Alain Casiraghi and his team struggled to fit into a group which sought to diversify its offer instead of focusing on the fund. Investors, put off by this uncertainty, adopted a wait-and-see stance, and the fund eroded.

In late 2004, Gilles Barret recruited **Philippe Balthazard** from the Caisse des Dépôts et Consignations to step up risk control measures. Philippe became the fund's manager the following year, after Alain's definitive departure.

From 2005 to 2010, the fund enjoyed six years of uninterrupted growth, generating on average 14% per year. In 2008, at the outset of a financial crisis of historical proportions, Epsilon again bucked the world trend and achieved 27% return. Nevertheless, successive structural changes continued to stymie sales efforts.

A. Assayag 



Crise des subprimes, Epsilon +27%
Subprime mortgage crisis, Epsilon +27%



Transfert du fonds de Barep à Lyxor
Transfer of fund from Barep to Lyxor

2010

Un esprit entrepreneurial

Au même moment, l'esprit entrepreneurial qui a présidé à la naissance d'Epsilon continue d'accompagner ses fondateurs.

Alain Casiraghi est désormais partenaire chez Boussard et Gavaudan.

Après Alternative Investment Partners, Laurent Surjon et Jean-Jacques Joulié connaissent un nouveau succès avec Addax Asset Management.

Après avoir vendu Systeia à CAAM en 2007, Jean-Louis Juchault et David Obert fondent Puzzle Capital Management.

Edouard Petitdidier a créé Allure Finance, conseiller en gestion de patrimoine.

En 2006, QG Tran quitte la Société Générale pour se consacrer exclusivement à Aigo, groupe de référence dans l'immobilier qu'il a créé en 1997.

Quant à Thaddée Tyl, il se retrouve seul aux commandes de Rivoli Asset Management avec son associé Vincent Gleyze, après que la Banque Transatlantique, qui les avait initialement soutenus, leur a revendu ses parts.





An entrepreneurial outlook

At the same time, the entrepreneurial spirit which inspired the creation of Epsilon continued to guide its founders.

Alain Casiraghi went on to become a partner at Bousard et Gavaudan.

After Alternative Investment Partners, Laurent Surjon and Jean-Jacques Joulié achieved success anew with Addax Asset Management.

After selling Systeia to CAAM in 2007, Jean-Louis Juchault and David Obert founded Puzzle Capital Management.

Edouard Petitdidier created Allure Finance, a wealth management firm.

In 2006, QG Tran left Société Générale to work exclusively with Aigo, the group he created in 1997 and a reference in the real estate sector.

Thaddée Tyl single-handedly steered Rivoli Asset Management with associate Vincent Gleyze after Banque Transatlantique, which had initially shown support, sold back their shares.

Les années 2010

24

Un nouvel essor

En 2010, Société Générale a finalisé la réorganisation de ses activités d'Asset Management. **Lyxor** reste son unique filiale en charge de la gestion alternative et Amundi naît de la fusion de CAAM et de SGAM.

Nicolas Gausse, issu du département de gestion alternative de SGAM, est nommé à la direction des gestions quantitatives chez Lyxor et prend Epsilon sous sa supervision. Il ne tarde pas à confier un ambitieux programme de recherche à **Guillaume Jamet**, visant à construire un programme de gestion plus moderne, le plus épuré et robuste possible.



Rapidement, Philippe Balthazard choisit de prendre d'autres responsabilités à la Société Générale et Guillaume Jamet reprend la gestion d'Epsilon, avec pour mission de mettre en pratique le résultat de ses recherches.

Ce docteur en mathématiques pures refond largement le processus de gestion en combinant les travaux de Markowitz/Merton avec les principes fondateurs du suivi de tendances moyen-long-terme. Ayant travaillé ensemble depuis 2002, Nicolas et Guillaume partagent une

2010



Lancement d'Epsilon UCITS
Launch of Epsilon UCITS



2010-2017

A new impetus

In 2010, Société Générale finished its re-structuring of asset management activities. **Lyxor** remained its only subsidiary specialised in alternative management, while CAAM and SGAM were merged to create Amundi.

Nicolas Gassel, who worked in the alternative management department of SGAM, was appointed head of quantitative management at Lyxor and took Epsilon under his wing. Soon after, he tasked **Guillaume Jamet** with an ambitious research programme aimed at building a more modern management programme that would be as streamlined and robust as possible.

 G. Jamet



2015

Lancement d'Epsilon Chine
Launch of Epsilon China

vision commune de la gestion financière, empreinte de la formation dispensée à Paris VII et à Paris VI dans les Masters de Laure Elie et Nicole el Karoui.

Parallèlement, Nicolas demande à **Laurent Le Saint** - de retour de Hong Kong - de prendre en main le développement de la gamme Epsilon. Laurent a fait toute sa carrière sur les produits dérivés à la Société Générale, et a collaboré avec Lyxor depuis sa création en 1998. Il permet d'ancrer l'équipe Epsilon dans le groupe et fait efficacement le lien avec les équipes commerciales : la greffe prend.

Entre janvier 2013 et janvier 2015, Epsilon confirme que son potentiel de performance est intact et génère 49% de rendement, soit les deux meilleures années de son existence. La stabilité retrouvée associée à ses bonnes performances permettent à Epsilon de repasser la barre des 350 millions d'euros d'encours en 2016.



Pour autant, **Lionel Paquin**, le directeur général de Lyxor, et Nicolas Gaussel, devenu directeur des gestions, restent conscients que les problèmes de gouvernance rencontrés à la fin des années 1990 se répéteront si la croissance du fonds se confirme.

Dans le cadre d'un recentrage stratégique de Lyxor, Lionel Paquin prend la décision de déléguer la gestion des fonds Epsilon à une structure entrepreneuriale, tout en les gardant sur la plateforme de Lyxor. C'est ainsi que **Metori Capital Management**, entièrement détenu par ses fondateurs, reprend la gestion des fonds Epsilon le 9 mai 2017.

2015

Lancement d'Epsilon Fixed Income
Launch of Epsilon Fixed Income

G. Jamet
Ph. Carpentier

Metori reprend la gestion d'Epsilon
Metori takes over management of Epsilon

Philippe Balthazard quickly chose to take on other responsibilities at Société Générale, and Guillaume Jamet took over management of Epsilon with the goal of implementing the results of his research.

Armed with a PhD in pure mathematics, Guillaume largely re-designed the management process by combining the work of Markowitz/Merton with the founding principles of medium and long-term trend following trading. Having worked together from 2002 onwards, Nicolas and Guillaume shared the same vision of financial management – one inspired by the Masters programmes taught by Laure Elie and Nicole El Karoui at Université Paris VII and Université Paris VI.

In parallel, Nicolas asked **Laurent Le Saint** – recently back from Hong Kong – to lead the development of the Epsilon product range. Laurent had dedicated his career to derivatives at Société Générale, and worked with Lyxor from its creation in 1998. He helped integrate the Epsilon team into the group and effectively connected it to the sales teams: the transplant was a success.

Between January 2013 and January 2015, the two best years of its existence, Epsilon generated a 49% yield, confirming its potential was intact. This new-found stability and excellent performance allowed Epsilon to once again manage over € 350 million in funds in 2016.

Lyxor's CEO **Lionel Paquin**, and Nicolas Gausse, then Chief Investment Officer, were nevertheless aware that the governance issues of the late 1980s would return if the fund continued to grow.

In an effort to refocus strategy at Lyxor, Lionel Paquin decided to delegate management of the Epsilon funds to a business structure but kept them on the Lyxor platform. Owned 100% by its founders, **Metori Capital Management** took over management of the Epsilon funds on 9 May 2017.



Metori Capital Management

28

L'ère digitale



Avec Metori, Epsilon entre une fois de plus en résonance avec l'ère du temps. L'époque des serveurs physiques est révolue et l'avènement du cloud et de l'internet balaie tout sur son passage. De petites entreprises peuvent en quelques années détrôner des géants en combinant leur agilité intrinsèque aux possibilités nouvelles offertes par cette révolution technologique.

Dans le domaine de la gestion d'actifs, le statu quo se fissure aussi. La gestion systématique sort de la confidentialité comme le montrent l'explosion du marché des ETFs d'une part et l'éclosion des « robo-advisors » d'autre part.

Cette effervescence offre aux scientifiques entrepreneurs des opportunités nouvelles. Qu'il s'agisse de l'évolution des modèles grâce aux progrès de l'intelligence artificielle ou de la transformation de la relation client grâce aux nouveaux outils collaboratifs, toutes les conditions sont réunies pour une profonde transformation de la gestion d'actifs.

Metori Capital Management

The digital era

With Metori, Epsilon has adapted once again to the times. The era of physical servers is over; the arrival of the internet and cloud computing is transforming everything in its path. In a few years, small firms are able to unseat giants by combining intrinsic agility with the new opportunities offered by the tech revolution.

In asset management too, the status quo is eroding. Systematic management has become commonplace, as evidenced by the boom of the ETF market on one hand and the emergence of robo-advisors on the other.



Si ce mouvement a commencé en Californie, Paris n'est pas en reste. En créant le plus grand campus de start-up au monde, Xavier Niel a construit le vaisseau amiral de nombres d'incubateurs et d'espaces de co-working qui n'existaient pas il y a encore 5 ans.

Pour les passionnés de finance quantitative et de technologie que nous sommes, aborder cette période au sein d'une entreprise agile et entièrement consacrée à la recherche de la performance est une chance extraordinaire qui nous laisse envisager des améliorations sans précédent au programme.

Longue vie à Metori, longue vie à Epsilon !





This effervescence is offering business-minded scientists new opportunities, including new models created using progress in artificial intelligence, and the transformation of customer relationships using new shared tools. Conditions are ripe for profound changes in asset management.

The movement began in California, but Paris hasn't been outdone: by creating the biggest start-up campus in the world, Xavier Niel has built a flagship for the countless incubators and shared office ventures which didn't exist five years ago.

As fans of quantitative finance and technology, we feel incredibly luckily to do business in this era as part of an agile firm that is 100% performance driven and focused on achieving unprecedented improvements to the programme.

Long live Metori, and long live Epsilon!

Quelques mots sur le process d'Epsilon

Le programme de gestion fait la synthèse de deux traditions différentes : le suivi de tendances et l'allocation moyenne-variance.

Le suivi de tendances

Avant d'être attesté par des travaux académiques, le suivi de tendances a été popularisé par les témoignages de traders ayant construit des fortunes considérables. Deux d'entre eux se distinguent particulièrement : Richard Dennis et John Henry.

Richard Dennis s'est rendu célèbre en 1983 en déclarant qu'il était capable « d'élever des traders comme on élève les tortues à Singapour ». Il s'opposait en cela à William Eckhardt qui considérait que le trading ne pouvait s'apprendre. Les règles de Richard Dennis étaient, schématiquement, les suivantes :

- traiter sur les marchés à terme car leur liquidité permet de limiter l'impact sur les prix
- couper rapidement ses pertes, laisser courir ses gains,
- diversifier les investissements et les dimensionner pour qu'ils produisent en moyenne des résultats comparables.

La spécification précise de ces règles était laissée à chaque élève trader. L'expérience dépasse ses espérances et beaucoup d'entre eux firent fortune, validant l'approche systématique.

The Epsilon process: an overview

Our management programme blends two distinct traditions: trend following trading and mean-variance analysis.

Trend following trading

Before earning recognition from academic studies, trend following trading became popular through stories of traders who built considerable fortunes using the method. Two well-known examples are Richard Dennis and John Henry.

Richard Dennis rose to fame in 1983 by declaring that he could “raise traders like they raise turtles in Singapore”. This belief clashed with that of William Eckhardt, who believed that trading couldn’t be learned. According to Richard Dennis, the rules were as follows:

- trade on futures markets, as their liquidity limits price impacts,
- cut losses quickly and let returns grow,
- diversify investments and size them to produce comparable average results.



John W. Henry est un self-made man qui, en tant que fils d'agriculteur, utilisait à l'origine les marchés comme instruments de couverture. Ses principes d'investissement peuvent se résumer de la façon suivante :

- le marché n'est pas prévisible,
- seules les tendances de long-terme reflètent les mouvements de l'économie,
- laisser courir ses gains le plus longtemps possible.

Ces deux approches s'opposent à une vision couramment répandue selon laquelle le rôle d'un investisseur est de prévoir les mouvements de marché. Elles s'opposent aussi à une réticence répandue à cristalliser ses pertes en les coupant ainsi qu'à une volonté de prendre des profits trop tôt afin de les sécuriser.

L'approche moyenne-variance

Initiée par Markowitz en 1952 et couronnée par le prix Nobel de 1990, l'approche moyenne-variance est la première tentative de modélisation jointe du comportement des investisseurs et des cours boursiers. Elle revient à trouver le portefeuille qui maximise « l'utilité » de l'investisseur. Cela revient à prendre en compte non seulement le rendement espéré du portefeuille mais aussi son risque. Ce risque est modélisé de façon statistique par la variance des rendements boursiers en prenant en compte les corrélations entre les actifs financiers.

Généralisée par les travaux de Merton en 1973, cette approche offre un cadre scientifique efficace pour traiter des problèmes de l'allocation de portefeuille.

En utilisant des estimations de tendance moyen terme dans le cadre moyenne-variance, on obtient les caractéristiques recherchées par Richard Dennis et John Henry de façon bien formalisée.

The specifics of these rules were left to each student. Results exceeded expectations and made many rich, validating the systemic approach.

John W. Henry was a self-made man and farmer's son who used markets as hedging instruments. His investment principles can be summarised as follows:

- markets are not predictable,
- only long-term trends reflect economic trends,
- let returns grow for as long as possible.

These two approaches counter a widespread belief that an investor's role is to predict market trends. They also contradict a common reflex whereby one does not cut losses to avoid acknowledging them, and secures profits by cashing in on them too soon.

Mean-variance analysis

Developed in 1952 by Nobel Prize winner Harry Markowitz, mean-variance analysis, or 'modern portfolio theory', was the first attempt to conjointly model investor behaviour and market returns. It involves assembling a portfolio which maximises the "utility" of the investor, taking into account not only expected returns but risk as well. Risk is statistically modelled according to variance of market returns based on correlations between financial assets.

This approach, enriched by the research of Robert C. Merton in 1973, offers an effective scientific framework to assess investment portfolio choices.

Medium-term trend estimates can be used in the framework of mean-variance analysis to formally obtain the characteristics sought by Richard Dennis and John Henry.



En partant de la gauche / From left:
Assis / Seated: Guillaume Dermer, Guillaume Jamet, Laurent le Saint, Loïc Guenin
Debout / Standing: Baptiste Favrot, Julien Krief, Antoine Michelet, Nicolas Gausse,
Philippe Carpentier, Manuela Marzocchi



METORI
Capital Management

Epsilon a 20 ans !

Metori Capital Management célèbre cet anniversaire en partageant avec vous l'histoire du programme depuis sa création. Une chronique qui épouse 20 ans de finance française.

Twenty years in the making!

Metori Capital Management marks this milestone by sharing with you the story of Epsilon, from its creation through 20 years of finance in France.

