

 - FR -

## **amLeague : les coûts de transaction deviennent une problématique de risk management**

Jean-François Tardiveau 24/10/2013

La XXIIème table ronde amLeague-Newsmanagers qui s'est tenue la semaine dernière s'est donnée deux sujets principaux : le comportement des sociétés de gestion du mandat multi asset class depuis le début de l'année, et la question du "cost liquidation", une information que diffuse amLeague permettant d'établir le coût, exprimé en point de base, d'une liquidation d'une partie plus ou moins importante du portefeuille.

Responsable de la gestion diversifiée à la Française AM, Joël Konop est d'abord revenu sur sa gestion dans le mandat multi asset class. Contrairement aux autres, il s'agit d'un mandat d'allocation d'actifs. Il n'est donc pas question de mettre en valeur le stock picking ou le bond picking du gérant. En revanche, ce dernier a toute latitude pour faire des choix sectoriels ou des choix géographiques. Et sachant qu'il n'y a pas de benchmark, il s'agit de réaliser une performance absolue. "Une seule contrainte a été établie", a rappelé Vincent Zeller, responsable des relations investisseurs chez amLeague, "qui tend à limiter le risque pris : le portefeuille ne doit pas subir un max draw down de plus de 20 %."

Pour sa part, Joël Konop a indiqué qu'aucun investisseur ne donne carte blanche sans contrainte si ce n'est un max draw down de 20 %. De fait, son pilotage réplique peu ou prou celui d'un mandat que sa société de gestion destine au retail et à la distribution, avec une contrainte de volatilité ex ante de 10 %. Cela posé, le gérant a expliqué avoir eu une allocation extrêmement dynamique puisque le delta action est passé de 25 % en début d'année à près de 60 % ce mois-ci. Dans le détail la société a peu modifié la pondération internationale, mais a surtout augmenté la pondération européenne du portefeuille. "C'était une vraie conviction", a insisté le gérant dont le portefeuille affiche une progression depuis le début de l'année de 2,68 % (\*), une volatilité de 7,4 % et un max draw down de -7,3 %. De son côté, Olivier Jéséquel, directeur général de Bfinance, a souligné la forte amplitude des performances au

sein de ce mandat – plus de 12 points de pourcentage séparant le premier (Vivienne Investissements +11,01 %) du dernier ( Fédéral Finance -1,62 %) depuis le début de l'année.

Le responsable de Bfinance est également revenu sur le mandat actions full invested zone euro et sur l'écart des performances des portefeuilles. Avec un indice eurostoxx en progression de 19 % depuis le début de l'année, l'amplitude atteint 23 points de pourcentage d'écart entre le meilleur et le moins performant ! Affichant un gain supérieur à 30 %, Invesco AM fait figure de vedette. A ce titre, Jeffrey Taylor qui gère le portefeuille a indiqué que sa gestion mixait à la fois une approche top down et bottom up. "Côté macro, on essaye d'anticiper les prochaines tendances macroéconomiques, ce qui influence nos choix de secteurs", a-t-il ajouté, "mais finalement ce sont des valeurs individuelles qu'on achète". Toutefois, pour comprendre que le portefeuille est également le plus performant depuis juin 2010, le gérant a insisté sur le fait qu'il n'a jamais vraiment changé sa façon de travailler.

Directeur financier chez Agrica Epargne, Sylvie Terris a salué la performance sur la durée du gérant d' Invesco AM en soulignant que 2013 a été une année incroyable en matière de retournement. "Souvent, ceux qui avaient très bien marché dans les années 2011-2012 se retrouvent à la traîne aujourd'hui, et inversement," a-t-elle observé, en relevant qu' Agrica avait investi dans des OPCVM actions qui ont très bien performé les années passées, mais qui, de façon paradoxale devant les résultats du portefeuille de Jeffrey Taylor, "sous-performent nettement cette année, car les gérants ne changent pas leur gestion"...

La seconde partie du débat a été consacrée à la question des coûts de transaction sur les marchés actions. Directeur général d'ITG, qui collabore avec amLeague, David Angel a expliqué que les sociétés de gestion accordaient désormais de l'importance aux coûts de frottement lorsqu'on exécute les ordres. En cause, la baisse des performances et le fait qu'un nombre croissant d'institutionnels demandent à leur gérant de pouvoir démontrer que si le fonds augmente en taille de manière significative, il sera capable de neutraliser l'augmentation des coûts de transaction liée au fait que les positions théoriquement vont devoir augmenter. "Sauf à ce que la société de gestion augmente le nombre de titres dans laquelle elle investit, cela change radicalement la nature du mandat", a noté David Angel qui note que peu de gérants ont intégré cette problématique très en amont directement dans la définition de leur portefeuille. Pour sa part, Sylvie Malecot, conseil en investissements financiers chez Millenium-Actuariat & Conseil, a confirmé qu'il y avait une tendance à la pression sur les frais de gestion et que les sociétés de gestion sont obligées de maîtriser leurs coûts de façon plus stricte.

Dans le cadre d'amLeague, ITG est passé au thème de "cost liquidation" car "les coûts de transaction ne deviennent plus nécessairement une problématique d'exécution et de gestion, mais également une problématique de risk management", a indiqué David Angel. "Au niveau de la gestion, il se pose un thème de plus en plus important : quel est le coût théorique de liquidation d'un fonds si on devait demain se séparer d'un pourcentage variable de son portefeuille dans un temps très limité, que ce soit 10 %, 20 % ou 50 % du fonds ", a-t-il relevé. Et ce d'autant que les régulateurs exigent des assets managers qu'ils soient capables de mesurer et d'évaluer ce risque. David Angel a néanmoins insisté sur le fait que pour collecter ces données, sa société n'a pas connaissance du contenu des portefeuilles des gérants d'amLeague. Pour des raisons de neutralité et, pour amLeague, de confidentialité.

Le responsable d'ITG a rappelé que dans un modèle économétrique, il y a deux éléments importants : la modélisation du risque anticipé et le back testing. "Toutes les banques d'investissement ont un modèle économétrique permettant d'anticiper, d'estimer un coût d'exécution d'un titre à un moment donné, en fonction de sa taille, et en fonction de sa stratégie d'exécution", a indiqué David Angel. "On ne subit pas le même coût si l'on est un gérant agressif ou passif. Ces modèles économétriques doivent être "back testés" car il y a de nombreux biais qui peuvent influencer la qualité du modèle économétrique".

Interrogée à son tour sur la question de la liquidité du portefeuille, Sylvie Terris a avoué tenir peu compte de cet élément. "Agrica est investisseur institutionnel de long terme, qui dispose de nombreux fonds dédiés", a-t-elle expliqué. "Cela signifie que nous maîtrisons la liquidité des portefeuilles. On sait a priori si on a des sorties et le gérant est informé".

Enfin, Sylvie Malécot a déclaré que des modèles démontraient qu'il y avait à peu près 1/3 de la baisse constatée en 2008 sur le marché actions qui s'expliquait uniquement parce que les actions étaient des titres liquides. "Les institutionnels étant « collés » sur leur portefeuille crédit obligataire, ils avaient deux classes d'actifs qu'ils pouvaient vendre, les 'govies', mais ce n'était pas forcément ce qu'ils avaient envie de vendre dans le contexte, et les actions. Beaucoup en ont vendu, car ils avaient besoin de liquidités". De fait, a conclu, Sylvie Malécot, il peut y avoir un effet boule de neige en cas de "crunch" des classes d'actifs importantes, qui se répercute sur les actifs les plus liquides...

(\*) Performances au 15/10/2013