

Comment profiter des inefficiences créées par les gérants indiciels

**60 seconds with the
fund manager***

* 60 secondes avec le gérant



FÉVRIER 2024

**Cette communication publicitaire est destinée
aux investisseurs non-professionnels.**



Grégoire Thomas

Head of Equity Market Neutral

Grégoire Thomas, Head of Equity Market Neutral, nous explique comment la très forte croissance du marché de la gestion indicielle peut créer des opportunités d'investissement pour les gérants à même de tirer partie des inefficiences temporaires de marché.

Quel est le premier constat qui vous a incité à élaborer une stratégie d'arbitrage sur indices en 2003 ?

Nous avons, dès 2003, constaté que la gestion indicielle prenait une grande ampleur et cette tendance observée ne s'est pas démentie depuis.

Aujourd'hui, en moyenne sur les grands marchés développés, sur lesquels nous nous sommes concentrés, l'importance de la gestion indicielle est passée d'environ 10 à 30 % de la capitalisation boursière. Elle a été tirée, en particulier, par les fonds de pension, qui allouent ainsi des capitaux sur les différentes classes d'actifs, à moindre coût.

Nous étions, dans cette perspective, convaincus qu'arbitrer les réajustements indiciels, prendre des positions sur les valeurs qui sortent des indices (à la vente) ou y rentrent (à l'achat), à l'occasion des rebalancements trimestriels, offrirait d'intéressantes opportunités de rendement.

Comment a évolué le potentiel de cette stratégie au cours des dernières années ?

Les volumes dédiés à l'arbitrage sur indice ont grossi au cours des dix dernières années, et ont ainsi suivi le fort développement de la gestion indicielle. Notre métier est de fournir de la liquidité aux gérants indiciels, qui sont tenus de répliquer ces réajustements par l'achat des titres entrants et la vente des titres sortants de l'indice.

Ces transactions génèrent des volumes additionnels importants sur les valeurs concernées et provoquent des inefficiences de prix. L'entrée d'un titre sur le S&P 500[®] peut générer un flux d'investissement de l'ordre de 10 milliards de dollars et de l'ordre d'un milliard sur l'Euro Stoxx 50[®]. Cet univers offre ainsi un marché très profond.

Cependant, notre stratégie consiste à ne consacrer que 30 % des actifs⁽¹⁾, à l'arbitrage, le reste du portefeuille étant composé d'instruments de trésorerie. Nous savons ainsi parfaitement

60 SECONDS
WITH THE FUND MANAGER

gérer quelques centaines de millions d'euros, pour garder de bonnes marges de manœuvre, mais souhaitons conserver un montant investi raisonnable, afin d'assurer une rentabilité satisfaisante.

Vous avez souhaité adjoindre progressivement d'autres stratégies à l'arbitrage sur indice, votre stratégie cœur historique. Pourquoi avez-vous décidé ces diversifications ?

Nous avons effectivement mis en place des stratégies d'arbitrage sur les opérations sur titres, ainsi que de valeurs relatives. Notre démarche combinait dès le départ une analyse quantitative et une analyse qualitative. Une approche purement qualitative, fondée sur des entretiens avec le management des sociétés, permettant de bien apprécier leur modèle de développement. De son côté, un modèle quantitatif, optimisé grâce à de multiples paramètres, permet d'avoir recours à une multitude de données, mais il n'offre pas la même capacité de compréhension de la vie d'une entreprise. De fait, en parallèle des backtestings quantitatifs, nous cherchons également à bien appréhender les conditions des réajustements indiciels. Or ils sont souvent dus à des opérations sur titres (fusions acquisitions, introductions en Bourse, scissions, faillites...) qui entraînent des flux mécaniques (acheteurs ou vendeurs) de grande ampleur.

Il est utile de comprendre comment fonctionnent ces opérations sur titres et donc comment en profiter. Une acquisition en titres (OPE) donne par exemple lieu à des arbitrages entre cible et acheteur, sur les termes de l'échange : une "fair value", fondée sur la probabilité que l'échange aille à son terme, est ainsi définie. L'arbitrage sur les opérations sur titres, qui implique l'identification de titres dont le prix va être impacté par un événement particulier, est

donc une évolution naturelle.

Par ailleurs, une évolution tout aussi naturelle a consisté à s'intéresser à la valeur relative, à travers le "pair trading", c'est à dire l'arbitrage entre deux entreprises qui ont la même activité, via une position vendeuse compensée par une position acheteuse, afin de rester neutre vis-à-vis du marché (market neutral). L'objectif est ainsi de bénéficier d'un retour à la moyenne de deux actifs à l'évolution très corrélée. Notre observation des entrées et des sorties de valeurs des indices, des moments auxquels se produisent ces mouvements, nous donne de très bonnes indications sur les tendances qui affectent les divers secteurs, les diverses entreprises, et nous a permis progressivement de mettre en œuvre cette stratégie.

Qu'est-ce qui distingue votre approche de celle des gérants de hedge funds, qui opèrent sur les mêmes stratégies ?

Avec l'évolution de la réglementation, les comptes propres des banques ont été légèrement réduits, mais les arbitragistes sont, de ce fait, entrés dans l'univers des hedge funds, aussi les volumes se sont maintenus.

Dans cet univers des hedge funds, certains fondent leur performance sur des arbitrages à faible marge dopés par un effet de levier. Nous ne nous apparentons pas à cet univers. Pour notre part, nous privilégions la liquidité quotidienne, dans un cadre Ucits, avec une faible volatilité. L'objectif est de réaliser une performance absolue supérieure à l'€STR Capi©. Pour ce faire, nous combinons donc une poche de trésorerie, investie dans des valeurs du marché monétaire court terme (à hauteur d'environ 70 %⁽²⁾ de l'actif du portefeuille), avec une poche d'investissement actif, composée de stratégies d'arbitrage discrétionnaire sur actions et sur indices. Surtout, nous avons une

(1) Données fournies à titre d'information uniquement et susceptibles d'être modifiées au fil du temps.

(2) Données fournies à titre d'information uniquement et susceptibles d'être modifiées au fil du temps.

exposition neutre aux marchés actions, nous ne sommes donc pas affectés par l'environnement de marché, car nos positions long et short⁽³⁾ ont des pondérations équivalentes, d'environ 20 %⁽⁴⁾ : l'exposition nette au marché ne peut

dépasser 10 %⁽⁵⁾ et, depuis l'origine, elle a souvent été inférieure à 1 %⁽⁶⁾. Enfin, le portefeuille est très diversifié, car la taille de chacune des positions individuelles est généralement inférieure à 1 %⁽⁷⁾.

(3) Una posición larga corresponde a una posición larga, porque estamos apostando a la apreciación del valor de la acción. Una posición corta es estar corto porque espera que el precio baje en el futuro.

(4) Données fournies à titre d'information uniquement et susceptibles d'être modifiées au fil du temps.

(5) Données fournies à titre d'information uniquement et susceptibles d'être modifiées au fil du temps.

(6) Données fournies à titre d'information uniquement et susceptibles d'être modifiées au fil du temps.

(7) Données fournies à titre d'information uniquement et susceptibles d'être modifiées au fil du temps.

Les principaux risques de la stratégie sont :

• Risque de perte en capital :

L'investisseur ne bénéficie d'aucune garantie sur le capital investi dans la stratégie concernée; il est possible que le capital investi ne soit pas intégralement restitué.

• Risque de durabilité :

Le risque de durabilité fait référence à tout événement ou situation dans le domaine environnemental, social ou de la gouvernance qui pourrait affecter la performance et/ou la réputation des émetteurs dans lesquels l'investissement est réalisé.

Les risques de durabilité peuvent être subdivisés en 3 catégories :

- Environnemental : des événements environnementaux peuvent créer des risques physiques pour les entreprises dans lesquelles on investit.

- Social : renvoie aux facteurs de risque liés au capital humain, à la chaîne d'approvisionnement et à la façon dont les entreprises gèrent leur impact sur la société.

- De gouvernance : Ces aspects sont liés aux structures de gouvernance

Le risque de durabilité peut être spécifique à l'émetteur, en fonction de ses activités et ses pratiques, mais il peut aussi être dû à des facteurs externes. Si un événement imprévu survient chez un émetteur spécifique tel qu'une grève du personnel, ou plus généralement une catastrophe environnementale, cet événement peut avoir un impact négatif sur la performance. Par ailleurs, les émetteurs adaptant leurs activités et/ou politiques peuvent être moins exposés au risque de durabilité.

• Risque lié aux instruments financiers dérivés :

Les instruments financiers dérivés sont des instruments dont la valeur dépend (ou est dérivée) d'un ou plusieurs actifs financiers sous-jacents (actions, taux d'intérêt, obligations, devises,...). L'utilisation de dérivés comporte donc le risque lié aux sous-jacents. Ils peuvent être utilisés en vue de s'exposer ou de se couvrir sur les actifs sous-jacents. En fonction des stratégies déployées, le recours aux instruments financiers dérivés peut comporter également des risques de levier

(amplification des mouvements de baisse). En cas de stratégie de couverture, les instruments financiers dérivés peuvent, dans certaines conditions de marché, ne pas être parfaitement corrélés par rapport aux actifs à couvrir. Pour les options, à cause de fluctuation défavorable de prix des actifs sous-jacents, la stratégie pourrait perdre l'intégralité des primes payées. Les instruments financiers dérivés de gré à gré induisent en outre un risque de contrepartie (qui peut être cependant atténué par des actifs reçus en collatéral) et peuvent comporter un risque de valorisation, voire de liquidité (difficulté de vente ou de clôture de positions ouvertes).

• Risque lié aux actions :

Certaines stratégies peuvent être exposés au risque de marché actions (par le biais de valeurs mobilières et/ou par le biais de produits dérivés). Ces investissements, entraînant une exposition à l'achat ou à la vente, peuvent entraîner des risques de pertes importantes. Une variation du marché actions dans le sens inverse des positions pourrait entraîner des risques de pertes et pourrait faire baisser la performance.

• Risque d'arbitrage :

L'arbitrage est une technique consistant à profiter d'écarts de cours constatés (ou anticipés) entre marchés et/ou secteurs et/ou titres et/ou devises et/ou instruments. En cas d'évolution défavorable de ces arbitrages (hausse des opérations vendeuses et/ou baisse des opérations acheteuses), la performance pourra baisser.

Les risques énumérés ne sont pas exhaustifs et de plus amples détails sur les risques sont disponibles dans les documents réglementaires.

**Plus d'infos sur nos stratégies
et leur profil de risque sur :**

www.candriam.fr

Ce document commercial est publié pour information uniquement, il ne constitue pas une offre d'achat ou de vente d'instruments financiers, ni un conseil en investissement et ne confirme aucune transaction, sauf convention contraire expresse. Bien que Candriam sélectionne soigneusement les données et sources utilisées, des erreurs ou omissions ne peuvent pas être exclues a priori. Candriam ne peut être tenue responsable de dommages directs ou indirects résultant de l'utilisation de ce document. Les droits de propriété intellectuelle de Candriam doivent être respectés à tout moment; le contenu de ce document ne peut être reproduit sans accord écrit préalable. Candriam recommande aux investisseurs de consulter sur son site www.candriam.com les informations clés pour l'investisseur, le prospectus et tout autre information pertinente avant d'investir dans un de ses fonds y inclue la valeur liquidative des fonds. Ces informations sont disponibles en anglais ou dans une langue nationale pour chaque pays où le fonds est autorisé à la commercialisation.