



EDMOND
DE ROTHSCHILD

L'AGEFI

COMMENT
CHERCHER
À CAPTER
LE POTENTIEL
DES ACTIONS
EUROPÉENNES
**EN LIMITANT
LES FORTES
SECOUSSES**



Après la belle année 2017 des marchés, les actions ne sont plus à des cours spécialement attractifs. Et pourtant, elles restent un moteur de performance incontournable des portefeuilles. C'est ce double constat qui pousse les investisseurs institutionnels vers des stratégies intégrant des couvertures contre le risque actions. Des stratégies qui conjuguent vertus structurelles et intérêt conjoncturel.

Les investisseurs ont bien dû s'habituer à vivre dans un monde où la cherté des actifs règne. Cela vaut pour les actions, même si l'Europe semble avoir un potentiel de rattrapage sur les Etats-Unis. Et c'est encore plus flagrant pour d'autres classes d'actifs, à commencer par les obligations d'État.

La détention d'actions est pénalisée chez les investisseurs institutionnels soumis à Solvabilité 2. Elle l'est d'autant plus que le SCR (Solvency Capital Requirement) des actions a monté avec les marchés et que la volatilité, après le pic marqué de février, semble là pour durer, faisant resurgir la crainte d'une baisse marquée. Et pourtant, le besoin de mettre des moteurs de performance dans un portefeuille est réel et, à ce jeu, les actions restent incontournables. Pour faire face à ce contexte compliqué, l'une des solutions pour les investisseurs consiste à travailler plus finement leur exposition aux actions, via des stratégies focalisées sur les valeurs de moyenne capitalisation ou certaines zones géographiques, voire en allant vers le non coté. D'autres approches existent comme les stratégies actions *long/short*⁽¹⁾ ou les stratégies recherchant de la convexité sur la classe d'actifs actions, en misant sur des convertibles ou encore des stratégies combinant une exposition actions à des instruments de couverture contre le risque de baisse. ►



Thomas Guyot, directeur technique et financier de Suravenir.

L'ESSENTIEL DE LA POCHES ACTIONS DE SURAVENIR A VOCATION À ÊTRE PROTÉGÉE

Suravenir est la filiale d'assurance-vie et de prévoyance du groupe Crédit Mutuel Arkéa. « Nous gérons 40 milliards € en assurance-vie et nous avons enregistré plus de 4 milliards de collecte l'an dernier, avec des flux importants à investir, même si nous favorisons de plus en plus les unités de compte », explique Thomas Guyot, directeur technique et financier de Suravenir. L'allocation de l'assureur est diversifiée mais contient assez peu d'actions (sur son actif général, 7 à 8 % d'exposition totale, mais plutôt 4 à 5 % en excluant les produits structurés). « En assurance-vie, nous souffrons d'une certaine asymétrie, poursuit Thomas Guyot. Les gains sont reversés aux clients, tandis que les pertes, du moins les plus marquantes, vont directement affecter les fonds propres. » D'où l'utilisation de protections, qui ont vocation à être étendues à toute la poche actions, sauf sur les expositions géographiques où les possibilités de couvertures sont insatisfaisantes.

► Ce type de stratégie, on y pense depuis longtemps chez Suravenir, pour faire face aux contraintes de passif d'un assureur-vie (lire encadré). « Nous cherchions mais nous n'avions pas encore trouvé de solution satisfaisante pour protéger notre poche actions, indique Thomas Guyot, directeur technique et financier de Suravenir. C'est réellement l'arrivée de Solvabilité 2 qui a servi de déclencheur : la détention d'expositions actions pures devenant trop coûteuse en capital, la couverture systématique des actions répondait bien à notre besoin de réduction de la volatilité et du SCR. Le contexte de taux a aussi aidé : il était compliqué de se passer des actions et le point mort en rendement d'une stratégie couverte comparée à un investissement obligataire était bas. » Ce côté déclencheur de la nouvelle réglementation a aussi poussé Groupe PRO BTP à mettre en place ce type de stratégie il y a deux ans et n'est évidemment pas étranger au lancement, il y a trois ans maintenant, du fonds EdR Equity Europe Solve⁽²⁾, la solution proposée par Edmond de Rothschild Asset Management. « Ce contexte nous a poussés à apporter une attention méticuleuse aux risques les plus importants, ayant conscience des nouvelles attentes des investisseurs en terme de gestion des pertes maximales (drawdown) et de

“ L'intérêt structurel d'une couverture est renforcé par des éléments plus conjoncturels, comme le retour de la volatilité ”

réduction de la volatilité. Les assureurs souhaitent en outre le plus possible éviter le risque de devoir passer des provisions. Notre stratégie de couverture permanente, totale ou partielle, nous épargne le risque d'agir dans l'urgence à l'approche des seuils de déclenchement de ces provisions », rappelle Michaël Nizard, gérant du fonds.

L'intérêt structurel d'une couverture est renforcé par des éléments plus conjoncturels, comme le retour de la volatilité ou l'évolution du coût en capital des actions. « Entre janvier 2016 et aujourd'hui, il a augmenté avec la revalorisation des marchés, le SCR actions passant de 35 % à 40 % récemment ⁽³⁾ », rappelle Michaël Nizard.

Pour un institutionnel, mettre en place des solutions actions intégrant des couvertures peut susciter quelques blocages. « Nous sommes un groupe géré paritairement et il nous a fallu convaincre nos administrateurs, qui ne comprenaient pas nécessairement pourquoi nous souhaitions couvrir une poche que nous détenions précisément pour la supériorité de ses performances sur le long terme », se souvient Frédéric Sadaca, responsable de la gestion overlay de Groupe PRO BTP. Bien sûr, les arguments sur l'intérêt d'une couverture tournent en grande partie autour des contraintes de passif d'un assureur (voir encadré « Trois raisons de se protéger »), mais pas seulement. « Même en l'absence de passif exigible, ce type de solutions permet un effet cliquet ⁽⁴⁾ sur la performance. Prenons l'exemple d'un indice très volatil qui, partant de 100, ferait une performance de +100 % la première année et de -50 % la deuxième. Si on y a investi en direct, on est alors revenu au point de départ, alors qu'en couvrant, avec un coût de 5 % par an, on est à 170 au bout des deux ans. »

Un autre obstacle peut venir des plus-values latentes. « Nous en avons accumulé un certain nombre et, comme nous ne souhaitons pas prendre des protections en direct sur notre bilan, il a fallu les réaliser, explique Thomas Guyot. Pas idéal du point de vue comptable, mais on ne peut pas avoir le beurre et l'argent du beurre. » A chaque institutionnel, sa manière d'implémenter : si Suravenir a choisi la solution d'un fonds, Groupe PRO BTP a au contraire mis en place des protections directement sur son bilan. Même si les actions ont été orientées à la hausse ces deux dernières années, Frédéric Sadaca considère le test fait depuis deux ans comme réussi et la part des stratégies actions intégrant des couvertures a vocation à augmenter chez PRO BTP. « Même si Solvabilité 2 disparaissait, nous garderions sans doute nos protections, car elles relèvent d'une bonne gestion », affirme de son côté Thomas Guyot. ►

(1) Stratégie consistant à prendre des positions longues (à l'achat) sur des titres considérés comme sous-évalués et des positions short (à la vente) sur des titres considérés comme surévalués.

(2) La date de lancement du fonds est le 07/12/2015.

(3) Source : EIOPA (European insurance and occupational pensions authority) à fin février 2018.

(4) Le principe de « cliquet » est de sécuriser la performance de l'année écoulée.



Michaël Nizard, gérant du fonds Edmond de Rothschild Equity Europe Solve

“ Avant toute décision de couverture d'un portefeuille actions, la question de savoir si son coût est supportable est évidemment cruciale ”

► Avant toute décision de couverture d'un portefeuille actions, la question de savoir si son coût est supportable est évidemment cruciale. Si l'on prend en compte le retour de la volatilité, facteur quelque peu oublié ces dernières années, la simulation réalisée par Michaël Nizard est édifiante. « Depuis le 30 juin 2005, l'EuroStoxx 50 dividendes nets réinvestis a progressé de 156 %, rappelle-t-il⁽⁵⁾. Mais dans l'hypothèse où l'on serait parvenu à diminuer de 40 % les trois plus fortes phases baissières⁽⁶⁾, la performance serait de 300 % à fin février 2018. Ce différentiel très important démontre que rechercher à limiter la participation aux principaux chocs de marché est source de création de valeur et qu'il y a de la place pour l'achat d'une assurance optionnelle de portefeuille, permettant de diminuer les à-coups tout en conservant l'ambition de réaliser une performance proche de celle du marché actions. »

Cette notion de coût de la couverture de portefeuille conditionne aussi la philosophie de couverture. « On peut certes imaginer une couverture relativement passive à base d'options portées jusqu'à échéance, mais le choix que nous avons fait pour la stratégie "Solve" est au contraire celui d'une couverture discrétionnaire et dynamique », explique Michaël Nizard.

Cette approche permet précisément de limiter le coût inhérent à la protection en épousant les changements de régime de marché. Typiquement, dans un marché en haut de cycle économique, le SCR va être élevé et la volatilité sera suffisamment faible pour qu'une protection soit financièrement efficace en plus de répondre aux contraintes de Solvabilité 2. Au contraire, dans une phase baissière comme 2007/2009, le coût des couvertures simples a significativement augmenté, des stratégies de "put spread"⁽⁷⁾ s'avérant alors plus judicieuses. En un mot, avoir une approche stationnaire de la couverture, ce serait oublier que les conditions de marché, elles, évoluent. L'approche dynamique de l'usage de dérivés dans "Solve" permet aussi d'ajouter, de manière plus discrétionnaire et ponctuelle, des stratégies de ventes d'options d'achat à très court terme, qui permettent de réduire le coût de la couverture.

Quel bilan tirer des trois ans d'historique de la stratégie "Solve" ? « Le profil de performance est conforme à l'objectif recherché : une participation à la hausse, une limitation de la volatilité et de la perte maximale, particulièrement dans les phases où les marchés s'agitent, et un SCR maintenu autour de l'objectif de 22 % », résume Michaël Nizard. Le fonds affiche une performance de +4,34 % annualisée depuis son lancement (14/12/2015)⁽⁸⁾ : un bon comportement qui s'explique sans doute par le fait que le fonds a bien négocié les creux qu'a pu connaître le marché lors des inquiétudes sur la Chine début 2016 ou au moment du Brexit, par exemple. Quant au coût annualisé de la couverture, il est pour l'heure contenu à 1,5 % environ⁽⁹⁾. Avec toute sa sophistication, la stratégie d'EdR Equity Europe Solve n'oublie pas l'ADN de l'expertise en gestion actions européennes d'Edmond de Rothschild AM. « La sélection de titres du fonds a bien réagi lors du choc de février 2018 et n'est pas spécialement défensive, ce qui évite d'être exposé à une future hausse des taux, à l'image d'un investissement sur les actions moins volatiles souvent plus sensibles à ce risque », conclut Michaël Nizard. ■



Frédéric Sadaca, responsable de la gestion overlay de PRO BTP.

TROIS BONNES RAISONS DE SE PROTÉGER POUR GROUPE PRO BTP

Institution de prévoyance du secteur du bâtiment, Groupe PRO BTP gère un encours de 16 milliards d'euros, dont les deux tiers environ en prévoyance et le solde en assurance-vie, avec une poche actions de 7 % sur la première activité et de 6 % sur la seconde.

Pour Frédéric Sadaca, responsable de la gestion overlay de PRO BTP, il y a trois intérêts principaux à couvrir les actions lorsqu'elles sont mises face à un passif. « D'abord, le passif d'un investisseur est généralement indexé sur les taux, d'où un intérêt à maîtriser la volatilité des actions pour éviter une déconnexion entre actif et passif, rappelle-t-il. Deuxièmement, un passif peut comprendre des éléments particuliers, comme l'existence d'un taux minimum garanti : ce taux plancher (même lorsqu'il est de 0 %) introduit une convexité du passif, qu'il sera intéressant de retrouver à l'actif grâce à une solution introduisant une couverture du risque action. » Et, bien sûr, il y a Solvabilité 2 : des actions intégrant une couverture vont coûter moins cher en SCR.

(5) L'indice de référence du fonds est l'indice composite 56 % MSCI Europe (NR) (EUR) + 44 % Eonia Capitalisé (EUR) depuis le 14/12/2016. Avant cette date, l'indice était le MSCI Europe (NR) (EUR).

(6) Données du 12/10/2007 au 06/03/2009, du 17/02/2011 au 26/09/2011 et du 13/04/2015 au 11/02/2016. Source : Edmond de Rothschild Asset Management.

(7) Combinaison d'options qui consiste à acheter un put avec un certain prix d'exercice et à vendre, en même quantité, un put avec un prix d'exercice supérieur, de même échéance. L'investisseur anticipe ainsi une baisse limitée du sous-jacent.

(8) L'historique de performance présenté est celui de la part R, part la plus ancienne du fonds, lancée le 08/12/2015, au 17 avril 2018. Accessible pour un montant minimum de souscription de 500.000 EUR, cette part est destinée à tout investisseur plus particulièrement aux entreprises soumises aux exigences de la directive Solvabilité 2. Nous attirons votre attention sur le fait que les données de performance de la part R sont différentes de celles de la part C en raison des frais prélevés dans le fonds : la part R présente des frais plus faible que la part C, part accessible à tout souscripteur pour un montant minimum d'une part lancée le 14/12/2016. Les frais de gestion fixes de la part C s'élèvent en effet à 2 % contre 1,10 % pour la part R. La part C comporte également une commission de surperformance (15 % par an de la surperformance par rapport à l'indicateur de référence) contrairement à la part R qui n'en prévoit pas.

(9) Source : Edmond de Rothschild Asset Management (France) - Donnée à fin mars 2018.



Benjamin Melman, directeur de la gestion Allocation d'actifs et dettes souveraines d'Edmond de Rothschild AM

2018 : UN CHANGEMENT DE PARADIGME, SOURCE DE VOLATILITÉ

En affirmant début 2018 que l'année nouvelle serait favorable aux actifs risqués mais aussi propice au retour de la

“ Rechercher à limiter la participation aux principaux chocs de marché est source de création de valeur ”

volatilité, Benjamin Melman ne pensait sans doute pas avoir raison si tôt. « *Nous venons d'un monde où les actions étaient à des prix encore attrayants, où les banques centrales étaient clairement expansionnistes et où la reprise mondiale restait assez molle, résume-t-il. Si les deux premiers feux ont viré à l'orange, la macro reste clairement au vert, avec un plan de relance inespéré aux États-Unis, une reprise plus forte qu'attendu en Europe, et une transition en Chine qui se passe très bien pour l'instant.* »

Côté actions, Benjamin Melman favorise le Vieux Continent. « *Ce n'est peut-être pas en Europe que la croissance des profits sera la plus forte, mais c'est là qu'elle semble la plus robuste* », explique-t-il. Si le risque d'un dérapage de l'inflation

américaine venant entraver la normalisation de la politique monétaire de la Fed lui semble limité, cela reste une source d'interrogation, donc d'instabilité possible des marchés. Et surtout se profile le risque d'un retour du protectionnisme, remis à l'agenda par le Président Trump à l'approche des élections de mi-mandat aux USA. « *C'est un sujet important et difficile pour les marchés, car personne ne sait réellement quelles seraient les conséquences sur la croissance mondiale ou les profits des entreprises, estime Benjamin Melman. En pareil cas, les marchés créent une prime de risque, ce qui est un autre facteur de volatilité.* »

Autrement dit, une bonne raison d'opter pour des stratégies actions intégrant une couverture.

UNE SOLUTION DÉDIÉE AUX ASSUREURS...MAIS PAS QUE !

Si la solution développée par Edmond de Rothschild Asset Management a pour point de départ la directive Solvabilité 2, qui encadre la consommation en capital des poches actions pour les compagnies d'assurance, mutuelles et

groupes de protection sociale, le fonds Edmond de Rothschild Equity Europe Solve a très vite démontré que sa construction offrait une réelle opportunité à tous les investisseurs souhaitant prendre en compte le risque inhérent à la classe d'actif. « *Dans un environnement de taux encore trop*

bas où les approches traditionnelles de sélection d'actions ne signifient pas nécessairement un plus faible risque, il s'avère avant toute chose nécessaire d'encadrer le risque actions par une atténuation des chocs potentiels et ainsi prendre en compte un environnement de marché plus volatil, appelé selon nous à durer », affirme Michaël Nizard.

Les performances passées ne préjugent pas des performances futures et ne sont pas constantes dans le temps. Le processus d'investissement décrit ci-dessus intègre différentes contraintes de gestion internes mises en place par l'équipe de gestion. Il s'agit du processus actuellement en cours, susceptible toutefois d'évoluer dans le temps.

PRINCIPAUX RISQUES D'INVESTISSEMENT

Les risques décrits ci-dessous ne sont pas limitatifs, il appartient aux investisseurs d'analyser le risque inhérent à chaque investissement et de se forger leur propre opinion. Ce fonds est noté en catégorie 4 sur une échelle de 7, en ligne avec la nature des titres et les zones géographiques présentées dans la rubrique "objectifs et politique d'investissement" ainsi que la devise propre de la part. Les risques décrits ci-dessous ne sont pas limitatifs. Il appartient aux investisseurs d'analyser le risque inhérent à chaque investissement et de se forger leur propre opinion. Risque de perte en capital : L'OPCVM ne bénéficie d'aucune garantie ni protection, il se peut donc que le capital initialement investi ne soit pas intégralement restitué même si les souscripteurs conservent les parts pendant la durée de placement recommandée. Risque lié à la gestion discrétionnaire : le style de gestion discrétionnaire repose sur l'anticipation de l'évolution des différents marchés (actions, obligations, monétaires, matières premières, devises). Il existe un risque que l'OPCVM ne soit pas investi à tout moment sur les marchés les plus performants. La performance de l'OPCVM peut donc être inférieure à l'objectif de gestion et la baisse de sa valeur liquidative peut conduire à une performance négative. Risque actions : la valeur d'une action peut évoluer en fonction de facteurs propres à la société émettrice mais aussi en fonction de facteurs exogènes, politiques ou économiques et peuvent donc avoir un impact négatif sur la valeur liquidative du fonds. Risque lié aux produits dérivés : l'OPCVM peut avoir recours à des instruments financiers à terme (dérivés). Le recours aux contrats financiers pourra induire un risque de baisse de la valeur liquidative plus significative et rapide que celle des marchés sur lesquels l'OPCVM est investi.

Avertissement : achevé de rédiger le 19 avril 2018. Le présent document est émis par Edmond de Rothschild Asset Management (France).

Document non contractuel conçu à des fins d'information uniquement. Reproduction ou utilisation de son contenu strictement interdite sans l'autorisation du Groupe Edmond de Rothschild. Les informations figurant dans ce document ne sauraient être assimilées à une offre ou une sollicitation de transaction dans une juridiction dans laquelle ladite offre ou sollicitation serait illégale ou dans laquelle la personne à l'origine de cette offre ou sollicitation n'est pas autorisée à agir. Ce document ne constitue pas et ne doit pas être interprété comme un conseil en investissement, un conseil fiscal ou juridique, ou une recommandation d'acheter, de vendre ou de continuer à détenir un investissement. EdRAM ne saurait être tenu responsable d'une décision d'investissement ou de désinvestissement prise sur la base de ces informations. Les OPC présentés peuvent ne pas être autorisés à la commercialisation dans votre pays de résidence. En cas de doute sur votre capacité à souscrire dans un OPC, nous vous invitons à vous rapprocher de votre conseiller habituel. Tout investissement comporte des risques spécifiques. Il est recommandé à l'investisseur de s'assurer de l'adéquation de tout investissement à sa situation personnelle en ayant recours le cas échéant à des conseils indépendants. De plus, il devra prendre connaissance du document d'information clé pour l'investisseur (DICI/KIID) et/ou tout autre document requis par la réglementation locale remis avant toute souscription et disponible sur le site <http://funds.edram.com> ou gratuitement sur simple demande. «Edmond de Rothschild Asset Management» ou «EdRAM» est le nom commercial des entités de gestion d'actifs du Groupe Edmond de Rothschild.

Edmond de Rothschild Asset Management (FRANCE)
47, rue du Faubourg Saint-Honoré, 75401 Paris Cedex 08
Société anonyme à Directoire et Conseil de surveillance au capital de 11 033 769 euros
Numéro d'agrément AMF GP 04000015 - 332 652 536 R.C.S. Paris
Tél : +33 (0)1 40 17 25 25 - Fax : +33 (0)1 40 17 24 42
www.edram.fr