CONVICTIONS
Asset Management

LA PRISE EN COMPTE DE LA LIQUIDITÉ DANS UN FONDS DE FONDS. RISQUES ET OPPORTUNITÉS

27 août 2015

Intervention de Frédéric Bensimon

Ce document est fourni à titre d'information et ne présente aucun caractère contractuel

La prise en compte de la liquidité dans un fonds de fonds

I. La liquidité des fonds en question avec la crise

La crise a rappelé que la liquidité est un facteur **réel** de risque de marché au même titre que le risque de contrepartie.

La crise de liquidité, phénomène de propagation irrationnelle :

- *L'impact sur les fonds de trésorerie dynamique en 2007 dans certaines sociétés de gestion parisienne.*
- *L'impact sur les fonds alternatifs, qui a entraîné une quasi disparition de la multi-gestion alternative du marché français*

La confiance des investisseurs mise à mal…

- Quels enseignements en tirer ?
- Comment appréhender le risque de liquidité des fonds de fonds, un risque au « carré² » ?

La prise en compte de la liquidité dans un fonds de fonds

II. L'adéquation de la liquidité en gestion

1. L'adéquation du fonds géré avec son passif

Avoir une bonne connaissance des investisseurs du fonds :

- Connaître les objectifs et les contraintes de l'investisseur, pour s'assurer que l'objectif de performance proposé est en adéquation avec l'horizon d'investissement du client .
- Maintenir cette relation afin de s'assurer de la pertinence de l'investissement tout au long de sa durée.
- Connaître les ratios d'emprise de nos investisseurs, connaître la dispersion de nos porteurs de parts, afin d'anticiper les rachats.

La prise en compte de la liquidité dans un fonds de fonds

2. L'adéquation des classes d'actifs

La liquidité un élément déterminant lors du processus de sélection du fonds.

- Premier rang :
  - *Valorisation quotidienne, hebdomadaire, mensuelle, le cut-off 10h00 ou 16h00, et la date de règlement J+1, J+2 .*
  - *Préavis de souscription et rachat , vérifier l'existence de « **gates** » : c'est-à-dire la possibilité de bloquer ou réduire le montant des rachats si ceux-ci dépassent 10% de l'actif net du fonds. L'existence de « **side pocket** » .*
  - *Procédure de suspension de calcul de la valeur liquidative, quel est le seuil de liquidation du fonds ?*
  - *Connaitre les principaux détenteurs du fonds en nombre et en pourcentage afin d'évaluer l'évolution de l'actif du fonds en cas de sorties.*

La prise en compte de la liquidité dans un fonds de fonds

- Second Rang

La liquidité sous jacente du fonds en fonction de ses actifs : estimer la liquidité apparente :

- *Fonds obligataires classiques ou en futures : la liquidité diffère des jumbo émissions ou des émissions « benchmark » et des émissions inférieures à 700 m€.*
- *Fonds de crédit ou de « Loan bancaire » dont les durées de négociation et de cession varient entre 10 jours à 60 jours. Le cas des obligations « Cat bonds ».*
- *Autre cas, les fonds à échéance : que se passe t-il si je suis le dernier à sortir ?*
- *L'égalité des porteurs doit être respectée, et quelles sont les conséquences en termes de liquidité et de valorisation ?*
- *Existe-t-il des frais de rachat sensés compenser le risque d'exécution ?*
- *En fait le droit de rachat immédiat est une option gratuite en faveur du porteur qui devrait être valorisée ?*

La prise en compte de la liquidité dans un fonds de fonds

3. La construction du portefeuille

L'égalité des porteurs doit être respectée, et quelles sont les conséquences en termes de liquidité et de valorisation ?

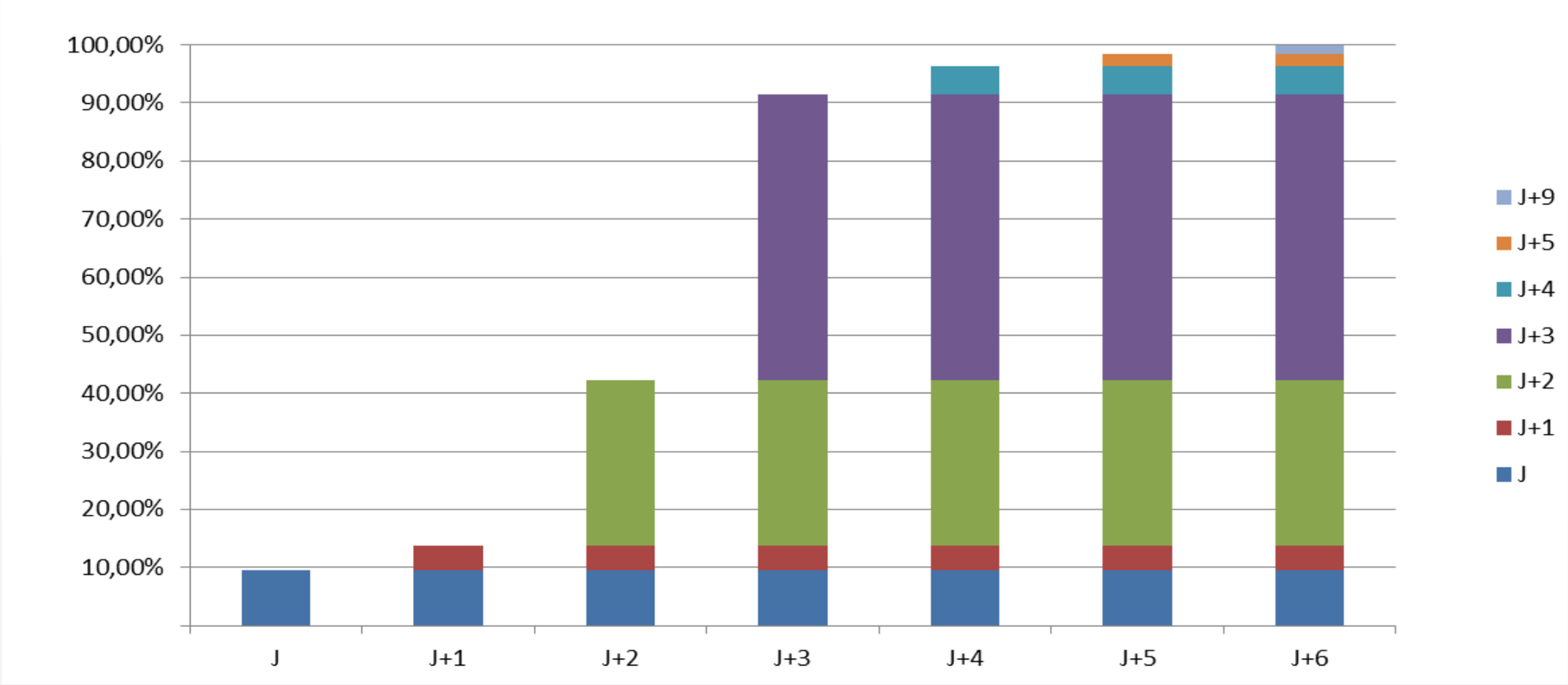
- *Respecter la stratégie et ajuster la liquidité en conséquence avec des marges de sécurité. Ajustement au quotidien.*
- *Construire le cœur du portefeuille avec des fonds liquides.*
- *Quelle portion peut être allouée aux actifs illiquides ?*
- *Comment sélectionner les investissements sensibles ayant une maturité longue et/ou un bêta élevé ?*

4. Les outils de risk-management

- *Au-delà du concept de maximisation du couple rendement/volatilité, un score de liquidité pourrait être introduit dans* ***une nouvelle fonction d'utilité.***
- *La constitution d'un échéancier de réalisation de l'actifs est impératif.*
- *Simulation en situation extrême (comment les fonds ont évolué : drawdown et encours).*

La prise en compte de la liquidité dans un fonds de fonds

- Exemple : fonds de fonds obligations internationales
- Investi 34% en Govies, 20% IG, 10% Global, 10% HY, 10% Sun Fin, 10% CV, et 6% Absolute Return



La prise en compte de la liquidité dans un fonds de fonds

- *Créer un système de notation d'évaluation de liquidité du fonds à l'instar des « rating de crédit » ou du SRRI (Synthetic Risk and Reward Indicator) .*
- *Créer un indicateur avancé de la liquidité du marché :*

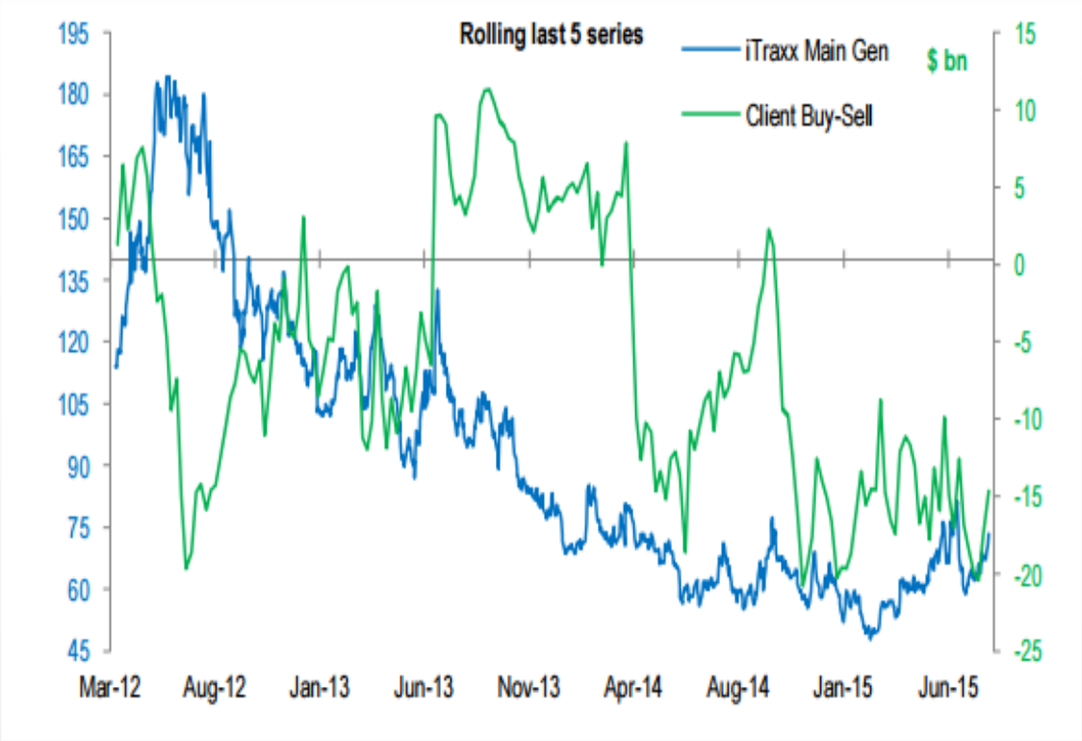
  i. *Mesurer la liquidité ex ante du marché comme indicateur avancé. Exemple : Ecart-type des Bid/Ask rapporté au volume par classe d'actifs.*

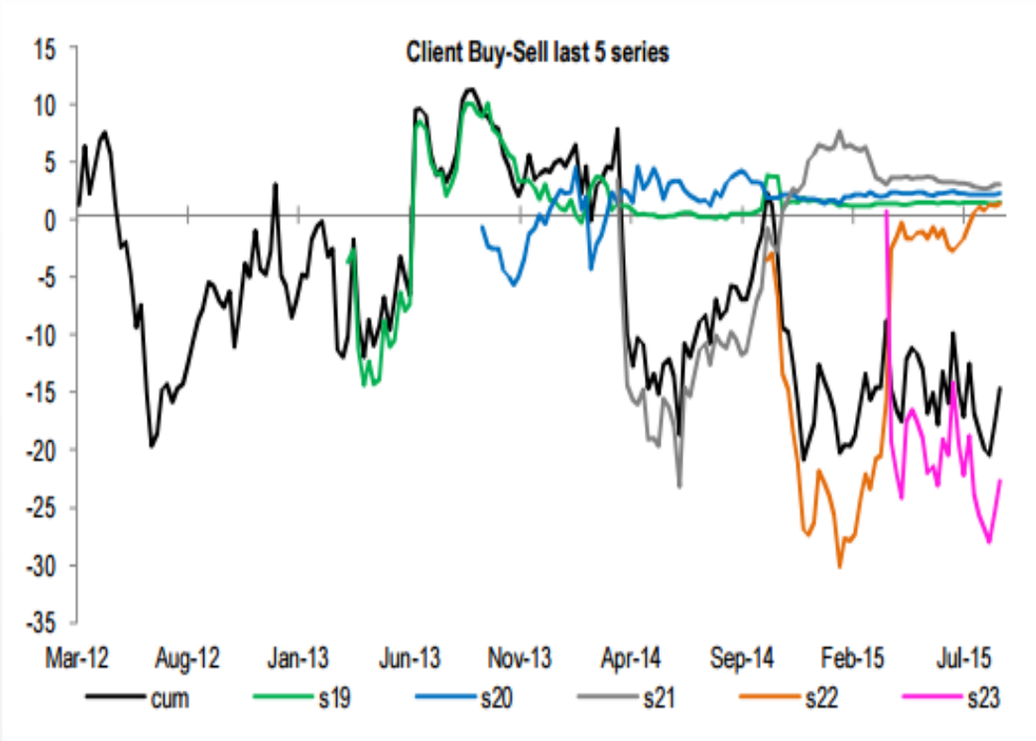
  ii. *Mesure discrétionnaire du marché via les volumes sur les plateformes.*

  iii. *L'analyse du marché des CDS et des positions ouvertes des investisseurs peut servir d'indicateur avancé sur la liquidité future des différents segments du marché obligataire.*

La prise en compte de la liquidité dans un fonds de fonds

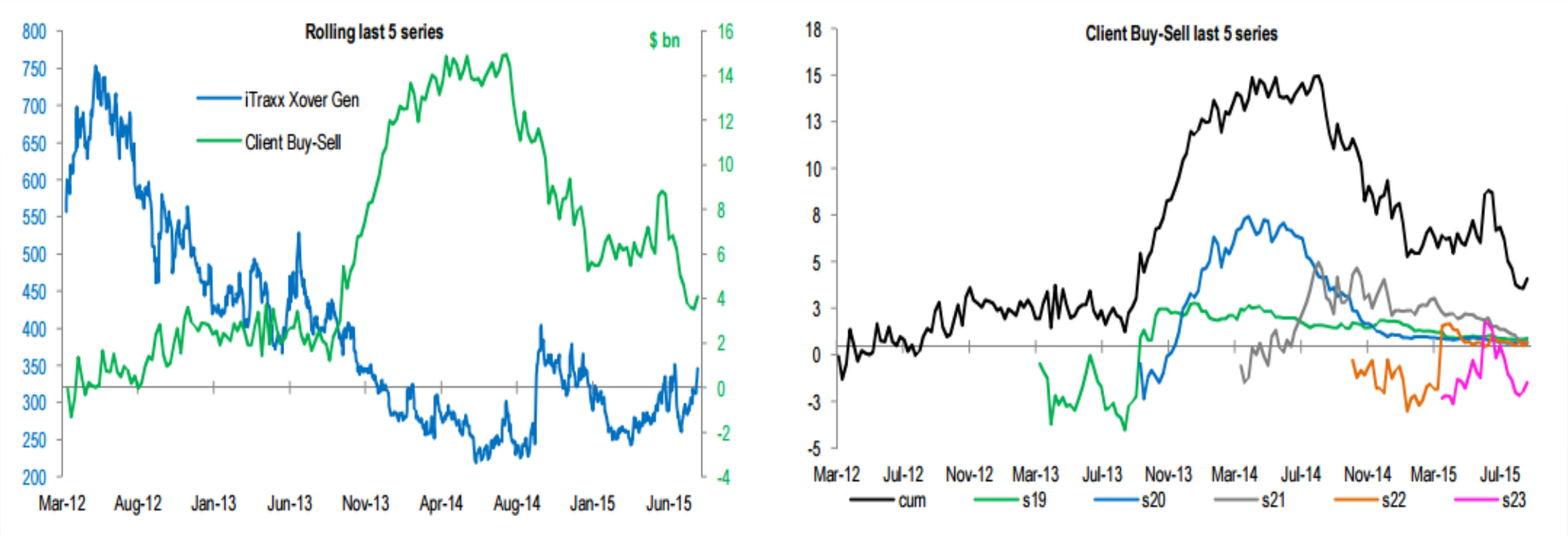
iTraxx Main





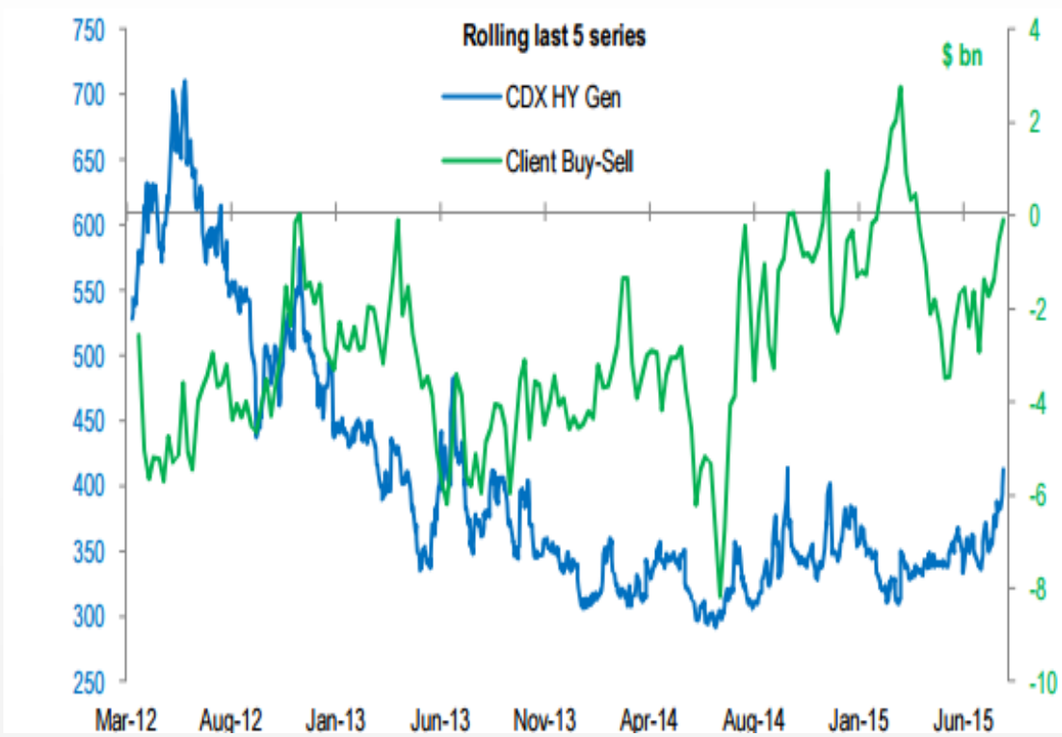
La prise en compte de la liquidité dans un fonds de fonds

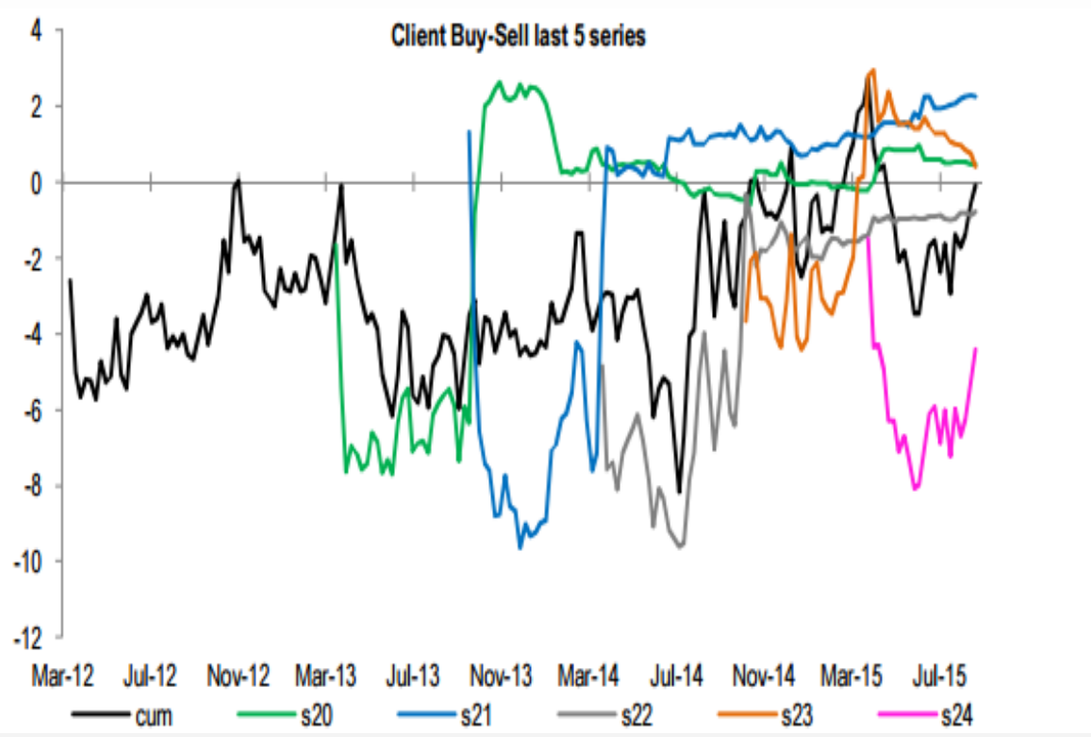
iTraxx Xover



La prise en compte de la liquidité dans un fonds de fonds

CDX HY





La prise en compte de la liquidité dans un fonds de fonds

III. Conclusion

La liquidité est un facteur **réel** de risque de marché qui a été minoré par la gestion collective au travers des principes de valeurs liquidatives quotidiennes.

Pour autant, la liquidité a une **valeur de marché** qui est une source d'opportunité d'investissement .

Parmi les pistes à explorer :

- La création et généralisation d'outils de mesure de liquidité.
- Etablir une hiérarchisation de la valorisation selon le niveau de risque des actifs (valorisations quotidiennes, souscriptions/rachats hebdomadaires).
- Notion de NAV (valeur nette comptable) contre valeur liquidative.
- Favoriser des fonds à horizon d'investissements différents selon la qualification de l'investisseur : institutionnel vs particulier.
- Offrir une alternative de NAV cotée en plus de la valeur de rachat traditionnelle.

Avertissement

Ce document est fourni à titre d'information et ne présente aucun caractère contractuel.

Une attention particulière a été portée quant à la nature claire et non trompeuse des informations fournies dans le présent document.

Les commentaires et analyses présentés reflètent le sentiment de Convictions AM sur les marchés, leur évolution, leur réglementation et leur fiscalité, compte tenu de son expertise, des analyses économiques et des informations possédées à ce jour. Il appartient à chaque investisseur de procéder, sans se fonder exclusivement sur les informations qui lui ont été fournies, à sa propre analyse des risques, en s'entourant, au besoin, de l'avis de tous les conseils spécialisés en la matière.

Convictions AM est une marque déposée. Ce document est la propriété de Convictions AM. Toute utilisation de ce document non conforme à sa destination, toute diffusion totale ou partielle à des tiers est interdite, sauf accord exprès de Convictions AM. La responsabilité de Convictions AM, de ses filiales ou de ses préposés ne saurait être engagée du fait d'une utilisation, d'une diffusion totale ou partielle de ce document non conformes à sa destination. Toute reproduction totale ou partielle de ce document, des logos, des marques ou de tout élément figurant sur ce document est interdite sans autorisation préalable de Convictions AM. De même, tout droit de traduction, d'adaptation et de reproduction partielle ou totale est interdit sans son consentement.