JEAN KELLER
CEO QUAERO CAPITAL

Un œil sur la place

Les effets pervers des bonnes intentions

Entrée en vigueur le 1er janvier 2018, la nouvelle législation européenne, dont fait partie MiFID II, régit désormais l'activité du monde financier, non seulement dans l'UE, mais également en Suisse pour tous ceux qui ont une activité en Europe. Conçue avec les intentions les plus louables, cette nouvelle réglementation a malheureusement des effets pervers qui risquent d'aller à l'encontre de leur but recherché: la protection des investisseurs.

Les principes qui sous-tendent cette nouvelle mouture sont tout à fait honorables. Il s'agit notamment d'augmenter la transparence sur les coûts et d'améliorer l'information aux investisseurs afin qu'ils puissent prendre une décision de façon informée. Les nouvelles règles prévoient en particulier une nouvelle documentation pour tous les produits financiers qui devra désormais intégrer une évaluation des risques potentiels pour l'investisseur selon des scénarios réalistes basés essentiellement sur les données historiques de performance et de risque du fonds.

Quand la performance passée doit indiquer les résultats futurs

Sans entrer dans le détail des formules de calcul, ces «stress tests» fourniront ainsi un scénario du pire résultat probable en se basant sur les chiffres des performances effectives des cinq dernières années. Il s'agit de montrer, de façon plus concrète qu'avec un profil de risque compris entre 1 et 7, le niveau de risque réel pour l'investisseur, afin d'éviter qu'il n'investisse dans des produits très risqués, appâté par des perspectives de rendement alléchantes.

Mais étant donné l'évolution très favorable qu'ont connue les marchés boursiers au cours des dernières années, on comprend que l'histoire récente aura naturellement l'effet de minimiser le risque réel du produit, alors que l'on sait bien que le risque potentiel en cas de krach boursier est bien plus important et souvent très difficile à anticiper par des formules!

Alors que les régulateurs ont obligé tous les gérants à indiquer clairement sur tous leurs documents que «la performance passée n'est pas une garantie des résultats futurs», cette nouvelle réglementation pèche exactement par ce qu'elle prétend empêcher: se baser sur le passé pour prédire le futur. Keynes disait qu'il est préférable d'avoir raison approximativement plutôt que de se tromper avec précision. Se tromper avec précision: c'est ce qui risque bien de se passer, avec pour conséquence que l'investisseur peu avisé sera tenté de minimiser les risques potentiels de certains produits financiers.

Quand la transparence des frais nuit à l'efficacité des marchés

Il existe un autre domaine où ces nouvelles règles introduisent des biais qui vont certainement à l'encontre des objectifs souhaités et qui vont affecter de manière plus ou moins profonde le fonctionnement des marchés financiers, pas toujours dans l'intérêt des clients finaux. Il s'agit de la nouvelle obligation pour tous les intermédiaires financiers (banques d'investissement, agents de change, maisons de gestion privée et institutionnelle) de distinguer dans leur tarification les frais de transaction de ceux qui sont liés à l'acquisition de recherche financière.

Dans le passé, la plupart des banques et des agents de change, qui produisent de la recherche dite «sell-side», offraient un service complet qui donnait droit à la fois à l'exécution des transactions et à un accès plus ou moins illimité à de la recherche financière et des études de sociétés. La nouvelle obligation de séparer ces deux activités au nom de la transparence a contraint les sociétés de gestion à choisir entre facturer de façon détaillée à leurs clients la recherche achetée aux banques ou alors prendre en charge ces frais purement et simplement.

En pratique, pour des raisons commerciales, la plupart des maisons de gestion ont opté pour la seconde solution, ce qui est en soi une excellente pratique qui contribuera à faire baisser substantiellement le coût de la gestion pour les investisseurs finaux, c'est-à-dire les caisses de pension ou les investisseurs privés.

La plupart des maisons de gestion ont opté pour une solution qui contribuera à faire baisser substantiellement le coût de la gestion pour les investisseurs finaux

Recul de l'information sur les entreprises

En revanche, cela a entraîné une baisse substantielle de la demande pour la recherche produite par les banques d'investissement et les sociétés de courtage. En effet, puisqu'elles ne répercutent le plus souvent pas le coût à leurs clients, la plupart des maisons de gestion sont devenues plus exigeantes sur le prix et la qualité de la recherche. De fait, même si ce nouveau marché de la recherche est encore en pleine formation, les premières indications montrent une forte baisse du prix et surtout de la quantité de recherche demandée.

Face à cette réduction de la demande, les «producteurs» de recherche ont réduit leurs équipes d'analystes pour se concentrer sur les plus grands titres, pour lesquels il y a plus d'intérêt et qui sont plus faciles à suivre. C'est là que se trouve l'effet pervers de la nouvelle réglementation: cette diminution importante de la production de recherche diminue l'information dans les marchés financiers, qui constitue un élément essentiel à la formation des prix et à l'efficience si nécessaire pour une égalité de tous les participants aux marchés.

Cet impact négatif est particulièrement fort dans les petites valeurs, pour lesquelles la plupart des banques d'investissement et des agents de change ont cessé de produire des analyses qu'ils n'arrivent plus à faire payer par leurs clients. Le nombre de titres «orphelins», c'est-à-dire des sociétés qui ne sont plus suivies par un ou plusieurs analystes financiers, n'a ainsi cessé d'augmenter, ce qui rend les marchés d'autant moins efficients sur cette classe d'actifs.

On le voit, des marchés moins efficients créent des disparités d'information entre les intervenants et favorisent les différences dans l'évaluation des sociétés. Certes, ces sous- ou surévaluations importantes créent autant d'opportunités d'investissement pour les tenants d'une gestion active, qui effectuent leurs propres analyses et qui décident d'investir malgré tout dans cette classe d'actifs. Si le marché devenait effectivement moins transparent, ces nouvelles règles créeraient de nouvelles opportunités pour les initiés et chacun sera libre d'en profiter.