JEAN KELLER
CEO DE QUAERO CAPITAL

Un œil sur la place

Lorsque la pression sur la liquidité pousse les gérants à la faute

Le monde de la gestion d'actifs est en ébullition. Le 3 juin, acculé face à l'exode massif d'investisseurs sortant de son fonds LF Woodford Equity Income Fund, le gérant star Neil Woodford déclenche un cataclysme en suspendant les remboursements. Retour sur les causes d'une catastrophe annoncée.

Fin 2014, Neil Woodford, enfant chéri des investisseurs, quitte le géant Invesco Perpetual pour créer sa propre société, Woodford Investment Management. Son style de gestion privilégie les positions «contrarian», investissant dans les sociétés mal-aimées dont il perçoit un potentiel important de rattrapage.

Grâce à un excellent historique de performance et au soutien de grandes plateformes de distribution, il devient vite un acteur majeur de la gestion d'actifs, notamment au Royaume-Uni. Son fonds atteint 10,2 milliards de livres sterling en moins de trois ans.

La roche Tarpéienne est toujours proche du Capitole

Mais les arbres montent rarement jusqu'au ciel et les problèmes de la société, apparus déjà en 2018 puisque la taille du fonds avait chuté à 4,6 milliards de livres en fin d'année, se sont encore aggravés en 2019. Suite à une performance décevante, les demandes de remboursement ont continué à affluer.

Or, ayant fortement investi dans des titres peu ou pas liquides, le gérant s'est avéré incapable de vendre rapidement des positions. N'arrivant pas à faire face, le gérant a donc suspendu les sorties du fonds, bloquant les investisseurs et les empêchant de récupérer leurs avoirs.

Cette suspension et l'indignation qu'elle a provoquée soulèvent à nouveau de nombreuses questions dans le monde de la gestion institutionnelle. Chacun y va de son commentaire, surtout dans le monde politique où il est de bon ton de critiquer les financiers et d'appeler à davantage de réglementation. Comme si les problèmes que nous rencontrons actuellement ne sont pas le résultat de l'accumulation des réglementations ces dix dernières années.

Ne pas mettre tous les gérants dans le même panier

Au-delà des commentaires virulents et de l'indignation de circonstance, il semble important d'apporter un éclairage différent sur ces événements et de rappeler un certain nombre de règles importantes que les législateurs et l'industrie pourraient suivre à l'avantage de tous.

Tout d'abord, il est toujours dangereux de légiférer «à chaud». En l'occurrence, il apparaît que le fonds en question avait investi une part significative de ses actifs dans des sociétés non cotées. Pour que ces investissements soient considérés comme liquides et puissent ainsi être conformes aux normes réglementaires, il semble que le gérant ait effectué des cotations purement formelles dans les îles Anglo-Normandes. Ces titres n'étaient toutefois pas réellement traités activement et offraient une liquidité médiocre.Seul le comportement douteux d'un acteur est en question. Il n'y a donc pas de raisons de modifier les règles actuelles.

Adapter la liquidité du fonds à celle du sous-jacent

Cette crise rappelle aussi qu'il est essentiel de respecter une adéquation entre la périodicité de remboursement d'un fonds et la liquidité de ses actifs sous-jacents. Un fonds offrant des sorties quotidiennes devrait investir la plus grande partie de ses actifs dans des titres permettant une vente rapide. Il me semble aussi crucial que les autorités, ainsi que les sélectionneurs de fonds, revoient leur attitude par rapport à la liquidité des fonds.

En effet, la pression sur les gérants est énorme pour que leur fonds puisse se traiter tous les jours, indépendamment de leur stratégie d'investissement. Faute d'une ouverture quotidienne, les distributeurs refuseront le plus souvent de le commercialiser. Face à la contrainte de la performance et de la liquidité, on peut comprendre – sans naturellement l'excuser – que certains gestionnaires flirtent avec les limites pour pouvoir être distribués.

Une solution: limiter volontairement la taille des fonds

Mais il ne faut surtout pas que les investisseurs soient forcés de renoncer aux investissements moins liquides, car ces sociétés sont souvent les plus intéressantes. De fait, ces entreprises plus petites sont la plupart du temps méconnues des analystes et sont donc moins chèrement valorisées, ce qui offre souvent de bien meilleures perspectives de gain que les grands titres connus de tous. Mais ceci ne peut alors se faire sur la base d'une périodicité quotidienne.

Ensuite, il faut garder à l'esprit que chaque stratégie a une taille maximale à ne pas dépasser, faute de devoir sacrifier la performance ou la liquidité. Limiter volontairement les actifs gérés est ainsi souvent la meilleure manière d'éviter les risques de déséquilibre entre la taille du marché visé et celle du fonds. Malheureusement, ces décisions sont relativement rares, car le gérant cherche souvent avant tout à maximiser ses commissions de gestion.

Combinaison toxique

Finalement, la leçon la plus importante est qu'il est crucial de maintenir une grande diversité dans l'offre disponible aux investisseurs. L'aventure Woodford illustre bien une combinaison toxique: un gérant «star» distribué par des plateformes en mal de héros, qui poussent auprès du grand public un petit nombre de fonds à la mode, au détriment de tous les autres.

Les exigences actuelles imposées par les grandes plateformes en termes d'encours, d'historique de performance et de notoriété sont autant de barrières qui favorisent les grands distributeurs et les grands noms de la gestion. Mais elles ne bénéficient pas aux investisseurs finaux.

L'histoire montre clairement que ces restrictions de l'offre ne sont certainement pas dans l'intérêt des clients ou même du public. C'est pourquoi il est essentiel de préserver la diversité de l'industrie de la gestion et de favoriser l'émergence de boutiques de petite taille et très spécialisées. C'est en développant une compétition saine et un marché des fonds largement diversifié que nous arriverons à relever le défi de la bonne gestion de l'épargne publique.