

April 2018

Buy & Maintain

Éléments clefs

- **Une gestion obligataire à rotation faible,**
 - adaptée au contexte de marché,
 - en ligne avec l'évolution des normes IFRS
 - savoir-faire historique de la gestion assurantielle.
- **Une gestion active très diversifiée,**
 - recherche de l'utilisation la plus large de l'univers d'investissement
 - pas de pondération par le poids de la dette
 - focus sur le risque de défaut
- **Une mesure de performance spécifique**

Historiquement, de nombreux investisseurs obligataires achetaient des titres avec l'intention d'en encaisser les coupons et de les détenir jusqu'à leur échéance. A moins d'événements de crédit, les titres n'étaient pas vendus. L'objectif était de construire un portefeuille pour en obtenir un rendement régulier sans rechercher nécessairement de plus-values. Les assureurs en particulier ont, pour des raisons comptables, été les principaux utilisateurs de cette gestion. Des contraintes comptables ou fiscales pouvant pénaliser les ventes renforcent l'attrait d'une gestion avec détention jusqu'à maturité. Cette gestion, qualifiée initialement de « *Buy and Hold* » (acheter et conserver) a longtemps eu une image négative liée à une supposée passivité : le gérant achèterait les titres et « s'endormirait » jusqu'à échéance. Aujourd'hui, les évolutions comptables d'une part, le niveau des taux et des spreads d'autre part remettent au goût du jour cette gestion « de bon père de famille », sous de nouvelles étiquettes « *Buy & Maintain* » ou « *buy and monitor* ». Comme nous le verrons, cette gestion est tout sauf passive !

Pourquoi aujourd'hui, pour qui ?

Avec la norme IASⁱ 39, les titres amortissables pouvaient être classés dans la catégorie comptable HTM (pour *Hold to Maturity* soit détenus jusqu'à échéance). Cela permettait d'utiliser la comptabilisation amortie pour ces actifs et donc de ne pas impacter le résultat des

variations de cours dues aux mouvements de taux. Mais cette classification était très contraignante et entraînait de fait une quasi impossibilité de vendre.

Avec la nouvelle norme IFRS 9 le classement comptable des actifs est revu. Pour la plupart des titres obligataires, ceux dont on dit qu'ils *passent le test SPPIⁱⁱ*, il est possible de limiter l'impact de la volatilité de leur valeur de marché sur le résultat. Concrètement, on enregistre en résultat les coupons retraités de l'amortissement ; l'écart entre la valeur de marché et la valeur amortie des titres est passé soit au bilan en 'autres éléments du résultat global' (sans impact sur le résultat) soit reste hors bilan.

Un autre facteur remet cette vision de la gestion obligataire à l'ordre du jour : la faiblesse des taux et des spreads. A l'heure où les coûts de transactions (*bid / ask*) ne sont plus si éloignés des niveaux de rendement attendus, l'idée de favoriser une gestion avec un faible taux de rotation s'impose naturellement. Enfin, ce faible taux de rotation est un argument fort face à une anticipation de hausse des taux : les titres n'étant pas vendus en moins-value, cette gestion peut préserver le capital et accompagner la hausse des taux par le remplacement des coupons et principaux.

La stratégie s'adresse donc naturellement aux investisseurs qui recherchent un revenu régulier et relativement prévisible, pour qui la liquidité de l'actif n'est pas la priorité.

Qu'est-ce que *Buy & Maintain*

Le principe :

L'ambition de cette gestion est de préserver le capital tout en maximisant le rendement comptable du portefeuille, dans les limites imposées par le mandataire, en particulier le budget de risque crédit ou la duration cible. La volonté de minimisation du taux de rotation du portefeuille est une conséquence des contraintes comptables et fiscales. Il s'agit donc de sélectionner des titres ayant vocation à être détenus jusqu'à échéance, de construire le portefeuille, puis d'effectuer une veille constante et active avec deux objectifs principaux. Le premier est de pouvoir saisir des opportunités de marché permettant d'améliorer le rendement du portefeuille par des arbitrages. Le second est de rester particulièrement vigilant pour éviter les défauts autant que faire se peut, à minima les anticiper au plus tôt. Une stricte discipline de vente a en général un impact plus fort sur le rendement du portefeuille que les meilleures décisions d'achat. Dans le cas d'un achat, on peut améliorer le taux/spread soit un impact en points de base sur la rentabilité du portefeuille. Dans le cas d'une vente, éviter un défaut c'est bien souvent éviter des pertes qui peuvent être de l'ordre du pourcentage de la valeur du portefeuille. Par conséquent, le suivi actif du portefeuille est une caractéristique intrinsèque de cette gestion, on est loin de la gestion passive imposée par exemple par la catégorie HTM de l'IAS 39.

Les variantes

On peut distinguer trois grandes familles de portefeuilles dont la gestion relève des techniques du *Buy & Maintain*. La plus importante en France est la gestion à horizon glissant : les apports et les flux internes du portefeuille sont (ré)investis pour maintenir la duration dans des bornes prédéfinies. Les deux autres familles sont à horizon fixe : gestion à maturité et adossement de passif (en anglais *cash-flow matching*).

La gestion à maturité est utilisée pour capter les niveaux de taux et / ou de spread durant une période donnée et pour une maturité fixée. Le portefeuille est alors construit de façon à minimiser les risques de réinvestissement, avec des souches de maturités proche de l'échéance souhaitée. Cela peut se traduire par des fonds dit HTM (pour *Held to Maturity*) ayant une période de souscription limitée et des pénalités pour toute sortie avant échéance. Le *cash-flow matching* est particulièrement développé au Royaume Uni. Le principe est de construire un portefeuille de telle sorte que les coupons et remboursements viennent faire face à des flux de passifs connus de façon quasi certaine. Ces portefeuilles adossés sont particulièrement recherchés par les assureurs dans le cadre de Solvabilité II car ils permettent (sous conditions) de bénéficier du mécanisme dit de *Matching Adjustment* : la possibilité d'actualiser le passif non pas selon la courbe des taux sans risque de l'EIOPA mais selon le taux effectivement constaté à l'actif !

Dans la suite, nous ferons en général référence (sauf spécification) à la gestion en horizon glissant.

Construire et gérer en *Buy & Maintain*

Construire : *buy* !

L'étape structurante pour la gestion *Buy & Maintain* est la détermination des caractéristiques du portefeuille, à commencer par l'univers d'investissement : univers géographique, sectoriel, limites par notations, limites conjointes de notations et de maturités, limites par émetteurs voire par émission et enfin période de montée en charge.

Le taux de rendement comptable attendu du portefeuille va être très significativement contraint par ces limites et par la période d'investissement. Au-delà de l'univers d'investissement, les paramètres structurants seront la duration cible et / ou un profil de passif à adosser.

L'achat des titres se fera dans les limites données, en essayant de maximiser le rendement comptable et donc initialement le taux à l'achat. L'analyse crédit est ici particulièrement importante, elle doit fournir une analyse différente de celle nécessaire à la gestion benchmarkée classique ou encore à une gestion très dynamique de type *total return* ou rendement absolu. Ce qui diffère ? L'horizon d'analyse !

Dans le cas d'une gestion benchmarkée, le gérant pourra s'intéresser à des titres dont il prévoit un resserrement des spread à court terme, même si l'analyse à plus long terme peut laisser quelques questions ouvertes. Il devra étudier les anticipations de changement de la notation de ses émetteurs *upgrade* ou *downgrade* et l'impact de celles-ci sur le taux et la valeur de marché de ses titres. Il pourra ainsi prendre des positions destinées à générer une surperformance sur une courte période. Pour le gérant *Buy & Maintain*, ce qui importe en premier lieu c'est la probabilité de ne pas faire défaut jusqu'à l'échéance.

Suivre : *Maintain*

Une fois investi, le portefeuille va vivre : coupons, échéances,... Suivi et ajustement du portefeuille, monitoring des émetteurs, opportunités d'arbitrage... Là encore, il y a des différences structurantes avec la gestion benchmarkée, en particulier, quand la notation des titres est dégradée. Lors d'une dégradation, l'analyste doit continuer de raisonner à horizon : est-on raisonnablement certains que le titre remboursera à échéance ou pas est LA question importante. Par rapport à cette interrogation, le fait que le titre reste ou sorte de la catégorie Investment Grade est secondaire du point de vue de la gestion *Buy & Maintain*. Et ce point en particulier renforce l'importance de bien fixer les limites par une discussion approfondie entre le mandataire et le gérant. Il est en général préférable de ne pas avoir à subir de vente forcée, mais à minima d'attendre le temps que ceux qui ne peuvent faire autrement liquident leur position (ETFs, gestions indiciaires...) pour vendre si l'analyse n'est pas concluante.

	Benchmark	Portefeuille assurantiel taux fixe
Philosophie	les positions sont relatives au benchmark et peuvent être annulées à tout moment	construction de long terme ; chaque vente a des conséquences comptables
Allocation	par le poids des dettes	conduite par le passif
Evolution	titres downgradés et de maturité < 1 ans vendus	généralement conservés jusqu'à maturité
	Les titres entrent dans les benchmark mensuellement	titres souvent achetés sur le marché primaire
Rebalancement	Systématique, mensuel	non applicable

Un benchmark de marché ne peut être représentatif de la gestion d'un portefeuille obligataire au bilan d'un assureur. Une approche "Buy and Maintain" est plus adaptée

Comparaison entre gestion Benchmarkée et Buy & Maintain

Caractéristiques de la gestion B&M

Cette gestion est par nature efficace pour capturer les primes d'illiquidité que peuvent offrir certains émetteurs. La liquidité n'étant pas absolument requise, le gérant peut se concentrer pour capter les taux les plus hauts. La majeure partie des titres étant détenue jusqu'à échéance, la rotation du portefeuille est faible. En conséquence les coûts de transactions sont naturellement faibles. Comme mentionné plus haut, cette caractéristique est particulièrement recherchée quand le niveau absolu des spreads se rapproche de l'ordre de grandeur de la fourchette bid/askⁱⁱⁱ ! Éviter les ventes « forcées » contribue aussi à limiter le turn over du portefeuille. Dans une gestion indicielle les titres qui sortent de l'indice seront presque systématiquement vendus, qu'il s'agisse de sorties pour dégradation de la note ou pour maturité résiduelle inférieure à un an. De même, par construction, les titres sont intégrés au benchmark après leur émission. Le gérant *Buy & Maintain* pourra les acquérir dès le primaire, en général à un taux plus intéressant que lorsque la demande augmente.

Comme nous l'avons vu, disposer d'une recherche crédit propriétaire couvrant un univers aussi vaste que possible est nécessaire pour une gestion des risques optimale. Le focus de cette analyse (et de la gestion) est de minimiser le risque de défaut, pas de minimiser une tracking erreur^{iv} ! De plus, une autre façon de minimiser ce risque implique d'utiliser la plus grande diversification possible dans l'univers de gestion. Les plus gros portefeuilles gérés en *Buy & Maintain* peuvent ainsi détenir plusieurs centaines d'émetteurs différents. C'est même une nécessité dès lors que celui-ci dépasse le milliard d'euros. La faible concentration du portefeuille est un facteur contribuant à minimiser les conséquences d'un éventuel défaut qui n'aurait pas été anticipé.

Par ailleurs, dans la construction du portefeuille, la gestion n'est pas contrainte par l'exposition du benchmark en général pondéré par le poids de la dette des émetteurs. Le portefeuille peut donc naturellement être équilibré de façon différente : exposition sectorielle équilibrée, pas de trop grande concentration sur un corporate... Il peut aussi bénéficier de la plus grande

diversification et inclure des dettes d'actifs réels, des ABS, des dettes infrastructures...

Quelles expertises pour gérer du B&M:

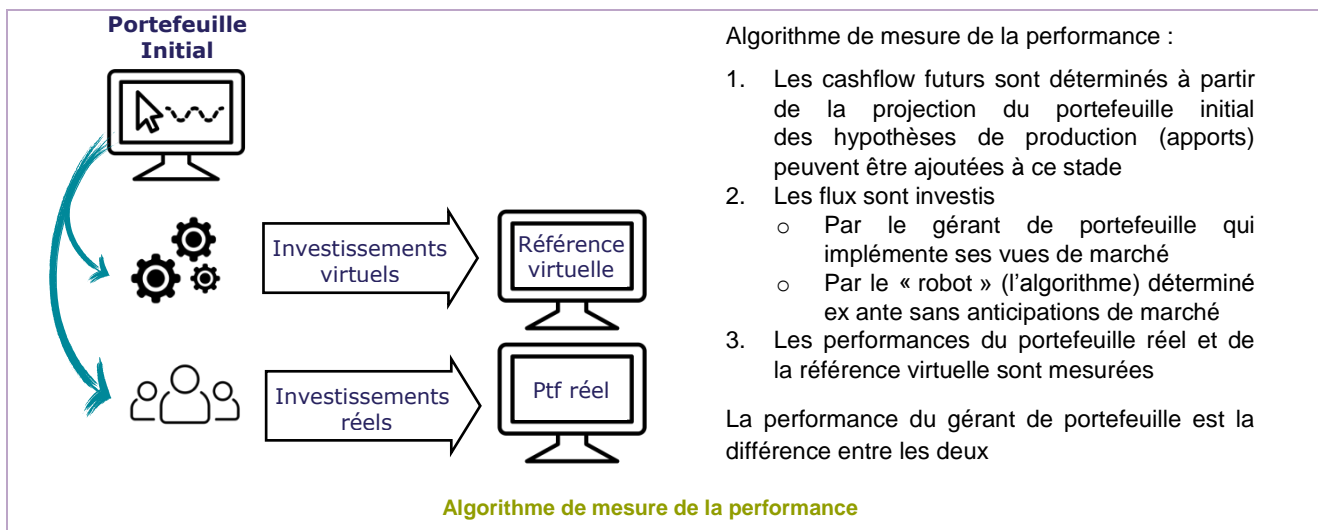
Pour gérer le plus efficacement un portefeuille en *Buy & Maintain*, il faut, au-delà de gérants obligataires expérimentés réunir plusieurs expertises.

Tout d'abord, stratégestes et macro économistes, en les faisant travailler sur des horizons plus longs que ceux auxquels ils sont accoutumés. Il faut a minima construire des scénarii et vues de marchés sur des horizons de 12 à 18 mois. L'autre compétence cœur nécessaire est l'analyse crédit. Comme mentionné ci-avant, il faut pouvoir suivre le plus d'émetteurs possibles et avoir une opinion sur leur capacité à rembourser leurs émissions à l'horizon de celles-ci. Les outils de tenue de position doivent être adaptés puisqu'il faut suivre à la fois la valeur de marché des titres mais aussi leur valeur comptable amortie et le tout (en tout cas en France) en FIFO : non pas titre par titre mais achat par achat. Enfin, des capacités d'exécutions et un accès au marché primaire sont indispensables.

Pas de benchmark : quelle mesure de performance ?

Avec l'approche Buy & Maintain décrite ci-avant, le principal risque de marché est le risque de défaut. Une remontée des taux d'intérêt provoquera certes une baisse de la valeur de marché du portefeuille, mais cette baisse sera en général soit compensée par une baisse du même ordre du passif, soit comptablement sans impact sur le résultat. Du point de vue de l'investisseur, la performance est le résultat comptable généré par le portefeuille sur une base annuelle. Une mesure de « performance » naïve est alors : la division des revenus comptables par la valeur comptable moyenne du portefeuille.

Aussi évidente qu'elle paraisse, cette mesure absolue ne permet pas d'appréciation relative de la performance et n'aide pas à juger de la qualité de la gestion. Les conséquences de la comptabilité en coût historique amorti est que le niveau des taux à l'achat sont d'abord la conséquence de la période durant laquelle le portefeuille a été investi. Deux portefeuilles identiques du point de



vue de leur valeur de marché peuvent générer des revenus comptables très différents en fonction de la période d'investissement et du niveau des taux à ce moment-là.

Construire une référence sur mesure

Une référence adaptée doit être construite sur mesure. Elle doit répondre à l'ensemble des spécificités du client: la référence doit être investie sur la même période et pour les mêmes montants que le portefeuille, pour les mêmes contraintes de risques et de maturité. Les portefeuilles réels et virtuels doivent avoir les mêmes apports et être soumis aux mêmes exigences (sorties, réalisation de plus ou moins-values comptables pour ajuster la production financière...).

Pour éviter une construction ex post du portefeuille de référence, il doit être initialisé comme un "clone" du portefeuille réel au début de la période sur laquelle on souhaite effectuer la mesure. Cela permettra une comparaison directe entre les deux portefeuilles, indépendante des choix d'investissement passés: les investissements effectués avant la période de mesure auront le même impact sur le portefeuille réel et sur le portefeuille de référence. Une fois faite cette initialisation, le point critique est la définition de la politique d'investissement du portefeuille de référence: quels seraient les investissements d'un gérant de portefeuille sans convictions de marché. Peut-on construire un robot, un automate qui pourrait investir le portefeuille de façon complètement indépendante des vues de marché? C'est un point fondamental pour la construction d'une référence crédible. En assumant l'existence d'un tel automate, l'algorithme peut être aisément décrit: voir figure « Algorithme de mesure de la performance ».

Cet algorithme « neutre » doit être ajusté aux contraintes et objectifs spécifiques de l'assureur au fur et à mesure de leur évolution: allocation d'actifs, limites et contraintes. Pour le crédit, l'algorithme doit traiter du primaire car c'est en général une grande partie des investissements.

Comparer, aller plus loin

Le taux de rendement comptable du portefeuille est une première mesure qui peut être utilisée pour la comparaison: revenu comptable du portefeuille divisé par sa valeur amortie moyenne sur l'année. Ce taux a l'avantage d'être d'ores et déjà connu et publié dans les reportings. Pour autant il s'agit d'une mesure instantanée, or les revenus comptables dépendent des investissements effectués sur plusieurs années et des taux à l'achat historiques. Mesurer les revenus d'une année donnée peut faire oublier que ceux-ci sont en grande partie dus à des périodes passées qui ne sont pas sous revue. Un horizon pluri annuel et une mesure adaptée devront être envisagés dans un second temps.

Conclusion

Le *buy & maintain* est une expertise historique de la gestion obligataire. Elle est remise au goût par les évolutions comptables comme la norme IFRS 9 mais surtout par le contexte de taux et spreads très bas. Contrairement à l'idée reçue de passivité liée à ce type de gestion, il faut au contraire des moyens pour permettre un suivi actif des positions et une analyse approfondie de l'univers d'émetteurs le plus large possible. Enfin, si la mesure de la valeur ajoutée de la gestion n'est pas aussi immédiate que celle de la sur/sous performance par rapport à un benchmark, elle est aujourd'hui à portée des clients qui ont une idée précise de leur stratégie d'investissement.

Achévé de rédiger le 12 avril 2018

ⁱ IAS : *International Accounting Standard*

ⁱⁱ Conditions dites SPPI (acronyme anglais) soit: « les conditions contractuelles de l'actif financier donnent lieu, à des dates spécifiées, à des flux de trésorerie qui correspondent uniquement à des remboursements de principal et à des versements d'intérêts sur le principal restant dû » (IFRS 9 paragraphes 4.1.2.b et 4.1.2A b)

ⁱⁱⁱ Fourchette *Bid/ask*: écart entre les prix à l'achat et à la vente

^{iv} *Tracking error*: erreur de suivi, mesure de risque relatif

Avertissement

Le présent document est fourni uniquement à des fins d'information aux prestataires de services d'investissement ou aux autres Clients Professionnels ou Investisseurs Qualifiés et, lorsque la réglementation locale l'exige, uniquement sur demande écrite de leur part. Le présent document ne peut pas être utilisé auprès des clients non-professionnels. Il relève de la responsabilité de chaque prestataire de services d'investissement de s'assurer que l'offre ou la vente de titres de fonds d'investissement ou de services d'investissement de tiers à ses clients respecte la législation nationale applicable.

Dans les pays francophones de l'UE Le présent document est fourni par Natixis Investment Managers S.A. ou sa succursale Natixis Investment Managers Distribution. Natixis Investment Managers S.A. est une société de gestion luxembourgeoise qui est autorisée par la Commission de Surveillance du Secteur Financier, constituée conformément à la loi luxembourgeoise et immatriculée sous le numéro B 115843. Siège social de Natixis Investment Managers S.A. : 2, rue Jean Monnet, L-2180 Luxembourg, Grand-Duché de Luxembourg. France : Natixis Investment Managers Distribution (immatriculée sous le numéro 509 471 173 au RCS de Paris). Siège social : 21 quai d'Austerlitz, 75013 Paris. En Suisse Le présent document est fourni par Natixis Investment Managers, Switzerland Sàrl, Rue du Vieux Collège 10, 1204 Genève, Suisse ou son bureau de représentation à Zurich, Schweizergasse 6, 8001 Zürich.

Les entités susmentionnées sont des unités de développement commercial de Natixis Investment Managers, la holding d'un ensemble divers d'entités de gestion et de distribution de placements spécialisés présentes dans le monde entier. Les filiales de gestion et de distribution de Natixis Investment Managers mènent des activités réglementées uniquement dans et à partir des pays où elles sont autorisées. Les services qu'elles proposent et les produits qu'elles gèrent ne s'adressent pas à tous les investisseurs dans tous les pays.

Bien que Natixis Investment Managers considère les informations fournies dans le présent document comme fiables, y compris celles des tierces parties, elle ne garantit pas l'exactitude, l'adéquation ou le caractère complet de ces informations.

La remise du présent document et/ou une référence à des valeurs mobilières, des secteurs ou des marchés spécifiques dans le présent document ne constitue en aucun cas un conseil en investissement, une recommandation ou une sollicitation d'achat ou de vente de valeurs mobilières, ou une offre de services. Les investisseurs doivent examiner attentivement les objectifs d'investissements, les risques et les frais relatifs à tout investissement avant d'investir. Les analyses et les opinions mentionnées dans le présent document représentent le point de vue de (des) l'auteur (s) référencé(s). Elles sont émises à la date indiquée, sont susceptibles de changer et ne sauraient être interprétées comme possédant une quelconque valeur contractuelle.

Le présent document ne peut pas être distribué, publié ou reproduit, en totalité ou en partie.

Tous les montants indiqués sont exprimés en USD, sauf indication contraire.

Le présent document ne peut pas être distribué, publié ou reproduit, en totalité ou en partie. Ce document est publié par la Direction de la Communication d'Ostrum Asset Management.



www.ostrum.com

Ostrum Asset Management

43, avenue Pierre Mendès-France – 75013 Paris – Tél. +33 1 58 19 09 80

Société anonyme au capital de 50 434 604,76 euros

Agréée en qualité de Société de Gestion de Portefeuille sous le numéro GP 90-009 en date du 22 mai 1990

Immatriculée au RCS de Paris sous le numéro 329 450 738