



PAR ÉRIC MARCOMBES (X 78)

président-directeur général de Cogitam

Une gestion originale et diversifiante

Comment faire fructifier au mieux le patrimoine des autres ? Ceux qui gèrent des capitaux doivent les investir de façon adéquate. Si les horizons de gestion sont longs, ils les placent à long terme sur plusieurs marchés. Ceux-ci baissent en même temps dans les crises. C'est dans ces moments-là que la capacité à dégager des performances positives est précieuse. Une gestion originale consiste à exploiter les récurrences statistiques observables dans le processus de formation des cours.

■ On peut classer en quatre catégories les sources de valeurs ajoutées : *analyse financière* des sociétés afin de déterminer leurs capacités à rembourser la dette qu'elles ont émise ou à dégager de façon durable des bénéfices dans le futur ; *analyse macroéconomique* permettant de prévoir la croissance de l'économie, le partage de la rémunération entre les facteurs notamment entre capital et travail, l'évolution de l'inflation et la conduite de la politique monétaire pour chacune des zones monétaires ; *arbitrages entre différents actifs* se ressemblant qui permettent la cohérence de leurs prix relatifs. Cette activité demande des fonds propres ; *la détection de récurrences dans l'évolution des cours*.

La gestion classique intervient principalement en exploitant ces deux premières sources de valeur ajoutée. Les gérants placent des montants de capitaux.

Les deux secondes sont plutôt dans le champ des activités de compte propre de banque d'invest-

tissement ou de gestion alternative, qui ayant la possibilité de prêter et d'emprunter, se focalisent sur la gestion du risque.

Il est nécessaire de se limiter aux opérations les plus simples et les moins coûteuses sur les marchés où la négociabilité est importante

Exploiter les récurrences statistiques

Une analyse statistique rigoureuse et attentive montre qu'il existe des récurrences fugitives dans la façon dont se forment les cours à court terme. Cela signifie qu'il existe un certain ordonnancement dans les chroniques de cours et que ces derniers n'évoluent pas au hasard puisqu'on peut extraire de l'argent du marché. Lorsqu'on réordonne aléatoirement la chronique de ces variations de cours, on ne gagne plus rien.

Chercher de petits désajustements permet d'en trouver beaucoup, et la loi des grands nombres pouvant s'appliquer, d'obtenir une certaine prédictibilité et régularité dans les résultats.

Par contre, cela nécessite d'être efficace dans la négociation des opérations. Il est alors nécessaire de se limiter aux opérations les plus simples et les moins coûteuses sur les marchés où la négociabilité est importante puisque, dans une transaction, le plus onéreux est la différence entre le prix offert et le prix demandé.

La génération des ordres, leur transmission aux marchés, la vérification de leur exécution, l'alimentation des systèmes de contrôles des risques, le pointage avec le courtier, l'envoi des caractéristiques des transactions au comptable qui calcule la valeur liquidative quotidienne et au dépositaire qui assure la réalité des avoirs sont entièrement automatisés.

Une expérience de bientôt quatre ans nous a confortés dans le caractère exploitable de ces observations statistiques.

En moyenne il est possible de dégager une valeur ajoutée intrinsèque sans prendre de risque excessif. Ce que le jargon financier appelle : dégager de l'alpha. Le bêta étant le rendement supplémentaire provenant de la prise de risque liée à la détention passive d'un actif long.

Un pouvoir de diversification

Mais, le plus important réside dans le pouvoir de diversification.

En effet, nos systèmes procurent un alpha sans bêta qui augmente plus que proportionnellement avec la volatilité. L'absence de bêta aux marchés provient de nos prises de positions bidirectionnelles à haute fréquence qui laissent une exposition moyenne très faible.

La non-corrélation aux autres fonds alternatifs est renforcée par le caractère « propriétaire » et diversifié de nos différents systèmes qui fonctionnent en symbiose. Nous gagnons, en moyenne, une partie des fluctuations quotidiennes nette des coûts provenant des transactions. Lorsque les fluctuations quotidiennes doublent, le coût des transactions ne bouge que peu : nous gagnons plus que deux fois plus.

Or, c'est justement quand les marchés baissent qu'ils sont le plus agités du fait que de nombreux acteurs décident simultanément de réduire la taille de leur risque. Souvent cette réduction généralisée, importante globalement, atteint en même temps la plupart des actifs.

La maîtrise du risque par la diversification des actifs fonctionne donc mieux en période calme que dans les crises lorsqu'on en a réellement besoin.

Ceux qui gèrent des capitaux doivent les investir de façon adéquate. Si les horizons de gestion sont longs, ils les placent à long terme puisque les actifs longs rapportent plus que le monétaire du fait de la prise de risque de fluctuation de leur valorisation liée à leur durée de vie. Ils ont donc une exposition sur (« un bêta à » diront certains) plusieurs marchés, par souci de diversification, qui baissent tous en même temps dans les crises.

C'est dans ces moments-là que la capacité à dégager des performances positives est précieuse.

REPÈRES

En bref

Cogitam est une société de gestion française agréée par l'AMF (début d'activité le 1^{er} juillet 2007) et un fonds alternatif de droit français « Cogitam T15 systematic » sous forme d'un FCP à règles d'investissements allégées (ARIA) et à effet de levier (ARIA EL) qui a démarré le 5 septembre dernier. Ces fonds ARIA EL sont réservés à certaines catégories d'investisseurs : l'investissement initial doit être supérieur à 125 000 euros.

Elle traite des contrats à terme négociés sur des marchés centraux organisés.

Le nombre de contrats annuels est actuellement de l'ordre de douze mille par million d'euros gérés dans « Cogitam T15 systematic ».

Elle offre ainsi aux investisseurs la possibilité de ne s'exposer qu'à un risque « pur », d'obtenir un alpha sans bêta, et d'effectuer des placements diversifiés et bénéficiant d'une liquidité totale.

Ces performances viennent combler, au moins partiellement, les trous des contre-performances. Elles régularisent ainsi la courbe des performances globales, diminuent et raccourcissent les « pires pertes » (*max drawdowns*) et diminuent la volatilité tout en augmentant généralement la surperformance globale.

Des performances très sensiblement améliorées

Les ratios usuels de mesure de performance sont en général le quotient entre la surperformance par rapport au placement sans risque (monétaire ou *benchmark*) et un indicateur de risque, souvent la volatilité des variations de valeurs liquidatives ou la pire perte. Un accroissement de la performance ou une diminution de la volatilité améliorent ces ratios.

La réglementation française impose aux fonds de fonds alternatifs français un calcul de la valeur liquidative et des possibilités de souscription et de rachat mensuelles.

Pourtant leur portefeuille est constitué de fonds pouvant présenter des préavis de rachat, des « *lock up* » longs ou des règlements partiels et différés.

Potentiellement ils ont un réel problème de liquidité. La mise en place de seuils de rachat tels qu'ils sont préconisés dans le rapport

Adhémar permettra, si la réglementation est changée, de ralentir les ventes forcées précipitées. La constitution d'un matelas de produits alternatifs performants et diversifiants, offrant des possibilités de souscriptions et de rachats quotidiens est une solution astucieuse surtout si le portefeuille est constitué de produits simples à forte négociabilité lui permettant d'être intégralement liquidé ou investi dans la journée comme l'est Cogitam T15 systematic.

Nous avons fait le choix de créer de la gestion alternative directe à Paris, Palais Brongniart, avec des outils de droit français, c'est-à-dire à l'écart des centres habituels de production que sont New York (ou plutôt Greenwich juste de l'autre côté de la limite de l'État de New York), Londres ou la Suisse, et avec des outils juridiques « régulés » (en français cela signifie, réglementés, autorisés et surveillés par une Autorité) qui ne sont pas les véhicules habituels de ce type d'activité.

Il y a là deux paris, le premier c'est que notre performance permettra de compenser notre moindre visibilité liée à notre éloignement et le second que la tendance actuelle de l'industrie de vouloir s'autoréguler ira à son terme et qu'alors nous paraîtrons moins atypique. ■