



Evaluation de la gestion d'actifs d'un investisseur institutionnel

Par David Zerbib, Gérant ALM, Groupama AM

L'évaluation de la qualité de la gestion d'actifs d'un investisseur institutionnel (Liabilities Driven Investor-LDI-) est un problème ouvert et une question de place dans la mesure où l'ensemble des contraintes auxquelles est soumise l'institution compliquent singulièrement l'exercice. Le LDI, en position de principal, délègue traditionnellement la gestion de ses actifs à une de ses filiales ou à une entreprise externe de gestion d'actifs (encore appelée Asset Manager, AM) qui se trouve en position d'agent. Ainsi, tant pour des questions de gouvernance que pour des enjeux de contrôle du risque, il est crucial de permettre au LDI de juger de la qualité de la gestion de l'AM. Nous nous sommes attelés à apporter une réponse à ce problème dans un double travail de recherche en partenariat avec l'Institut des Sciences Financières et d'Assurance dont la première partie a été publiée dans le journal [Insurance: Mathematics and Economics \(70\), pp. 327-338, Sept. 2016](#)

Mesurer la performance d'un investisseur institutionnel : un enjeu majeur

L'évaluation de la performance d'un LDI est un enjeu de taille, d'abord pour le suivi et la préservation de la solvabilité de l'institution considérée. Elle l'est également pour des considérations de risque systémique dans la mesure où les investisseurs institutionnels, en tant qu'acteurs prépondérants sur les marchés financiers¹ exposés à un double risque bilanciel à l'actif et au passif, constituent potentiellement un vecteur majeur de conversion d'un risque spécifique en un risque financier plus global.

Permettre la comparaison malgré des contraintes de gestion spécifiques

Les contraintes auxquelles est soumis le LDI sont multiples et peuvent être de nature permanente, à l'exemple des contraintes sur les classes d'actifs éligibles ou des ratios de risque (ratios de dispersion, ratios d'emprise, etc.), ou de nature temporaire telles que des prévisions sur la structure du passif, une cible de solvabilité, un objectif de performance financière ou encore des contraintes comptables (limites de plus- ou moins-values réalisées par exemple). Une bonne partie de ces contraintes est reflétée dans la définition d'une allocation d'actifs stratégique annuelle (*Strategic Asset Allocation, SAA*) communiquée à l'AM, généralement sous la forme d'un tableau faisant correspondre une enveloppe cible d'investissement à chacune des classes d'actifs. Cette enveloppe offre souvent à l'AM une marge de manœuvre qui peut être limitée ou complète. Le degré de liberté dépend généralement de la richesse du LDI ainsi que de la nature de la relation entre ce dernier et l'AM.

Prendre en compte certaines contraintes d'un Liability Driven Investor

Nos premiers travaux visent donc à définir un benchmark prenant en compte la SAA cible ainsi que les anticipations de marché au début de la période au cours de laquelle nous réalisons l'attribution de performance. Ainsi, pour une attribution de performance sur l'année 2016, nous allons considérer les anticipations de marché au 31 décembre 2015.

(1) : En incluant les banques, ils représentent 80% des actifs sous gestion dans les pays à revenu intermédiaire (McKinsey, *Financing change : How to mobilise private-sector financing for sustainable infrastructure*, 2016). **1**



L'idée est la suivante : nous définissons le benchmark comme l'allocation dynamique optimale sur l'année 2016 que le LDI aurait pu définir, sous condition que cette dernière surperforme la SAA (donc améliore fort probablement la solvabilité du LDI), à l'aune de ses anticipations sur les différentes classes d'actifs au 31 décembre 2015 (généralement identiques à celles de l'AM dans le cas d'un AM interne). Autrement dit, s'il n'avait pas délégué la gestion de ses actifs à l'AM, quelle trajectoire aurait eu l'investissement dynamique optimal du LDI à l'aune des anticipations financières du 31 décembre 2015 ? C'est contre cette allocation que nous proposons de benchmarker l'allocation dynamique effectivement réalisée par l'AM plutôt que contre la SAA cible. Pour créer de la valeur par rapport à ce benchmark, l'AM peut faire valoir un effet allocation, en modifiant la pondération par classe d'actif, ainsi qu'un effet sélection via sa sélection de titres (stock et bond picking). Prendre en compte certaines contraintes d'un Liability Driven Investor

Les grands principes de notre méthodologie

En termes de méthodologie, nous considérons des obligations crédit avec risque de défaut, des obligations dites « sans risque de défaut », des actions ainsi que du cash. Nous adoptons une modélisation affine de la dynamique du risque de crédit pour lequel nous spécifions des primes de risque par actifs. Nous cherchons le benchmark défini comme l'allocation optimale qui maximise l'utilité espérée à la maturité envisagée (par ex. ici au 31 décembre 2016) sous contrainte que ce benchmark réalise une meilleure performance que l'allocation cible de la SAA. Nous réalisons l'exercice pour trois types de contraintes probabilistes sur la contrainte évoquée (presque sure, en probabilité et en espérance). Nous montrons que, sous certaines conditions, ce benchmark existe et nous le caractérisons analytiquement. Ainsi, il est possible de déterminer les poids optimaux par classe d'actifs et à différentes dates de rebalancement de l'actif par le truchement de simulations numériques.

En synthèse, la méthodologie que nous proposons est la suivante : i) définir un benchmark naïf pouvant être la cible centrale de la SAA ; ii) définir un degré de contrainte sur l'exigence de surperformance du benchmark par rapport au benchmark naïf ; iii) déterminer le benchmark comme l'allocation optimale contrainte sous les anticipations financières ex-ante ; iv) une fois le benchmark connu, réaliser une attribution de performance standard contre ce dernier pour expliquer la sur- ou sous-performance de la gestion de l'AM.

Elargir les contraintes pour une attribution de performance plus réaliste

Au-delà du fait qu'il ne prend pas en compte les coûts de transactions, ce travail connaît certaines limites : en particulier, il n'intègre ni des bornes d'allocation par classe d'actifs ni des contraintes de réalisations de plus- ou moins-values au cours de l'exercice considéré. Déterminer un benchmark respectant ces contraintes constitue une piste de recherche qui mériterait d'être approfondie. Afin de pallier l'absence de prise en compte de contraintes d'allocation et sur les plus- ou moins-values réalisées, nous avons entrepris un second travail visant à couvrir un ensemble plus large de contraintes au détriment, cependant, d'une résolution analytique du problème posé. L'approche est assez différente : nous cherchons à positionner la gestion de l'AM au sein d'un « cône des possibles ». Autrement dit, nous attribuons un score à la performance réalisée au cours de l'exercice ainsi qu'au Taux de Rendement à l'Achat (book yield, TRA) en fin d'exercice. Ces deux scores correspondent au percentile des distributions des performances et des TRA de l'ensemble des allocations qui peuvent être réalisées au cours de la période en respectant l'ensemble des contraintes imposées (« cône des possibles »). Ainsi, nous attribuons en quelque sorte une note sur 100 à la performance réalisée sur l'exercice ainsi qu'au TRA en fin d'exercice.

Ce second projet se base sur un algorithme de simulations-rejets et a abouti au développement d'un outil. Les résultats de l'outil se présentent sous la forme ci-dessous : une distribution représentant les performances (resp. le TRA) de l'ensemble des allocations possibles (distribution rouge) ainsi que le positionnement de la performance (resp. du TRA) de l'allocation effectivement réalisée (ligne rouge verticale).

Les méthodes actuellement utilisées de mesure de la performance d'un LDI ont souvent montré leurs limites tant il est complexe de corriger les mesures de l'ensemble des contraintes auxquelles est soumis l'AM : contraintes d'allocation, comptables, de périodes d'investissement,

de risques, etc. L'exigence de mesure de la performance à court ou moyen terme est d'autant plus délicate qu'elle s'applique à une gestion d'actifs qui s'inscrit nécessairement sur un horizon de temps long. Pour autant, le renforcement des règles prudentielles de Solvabilité 2 ne peut être appréhendé par le LDI sans chercher à jauger la qualité de sa gestion d'actifs déléguée dont la performance impacte directement sa solvabilité à travers, notamment, la valeur de ses éléments éligibles.

C'est pourquoi, les innovations à venir enrichissant et consolidant les méthodologies d'évaluation de la performance présenteront incontestablement de la valeur pour les LDI dans le cadre du pilotage de leur bilan et de leur relation avec l'AM.

