

BANQUE
& FINANCE

BANQUE & FINANCE

Tiré à part de Banque & Finance N° 85 – Mai / Juin 2007



CONJONCTURE

Bourses: la prudence est de mise



FONDS DE PLACEMENTS

Pour quelques points d'alpha en plus



FOREX – ACTIONS

La guerre du trading online est déclarée



GESTION DE FORTUNE

Marc Mayor: suivez les initiés!

LONG/SHORT SUR LE MARCHÉ SUISSE

Suivez les initiés: ils savent ce qu'ils font!

La plus-value d'une gestion réside essentiellement dans la détention d'informations privilégiées. Quand les initiés bougent, bouger avec eux permet de dégager un alpha très significatif, affirme Marc Mayor, gérant et fondateur de Insider Finance. Après avoir enregistré d'excellents résultats sur le marché américain, il expérimente la gestion «insider» sur le marché suisse.

Véronique BÜHLMANN

Aux Etats-Unis, les investisseurs utilisent depuis longtemps les signaux émis à l'intérieur des entreprises. En effet, depuis le début des années 30, ce marché dispose des données portant sur les transactions d'initiés. Le terme d'initié se réfère, dans ce cas, aux dirigeants qui achètent ou vendent des titres de leur propre entreprise en respectant les dispositions boursières. En Suisse, ce mode de «gestion» est moins répandu, car il aura fallu attendre le 1^{er} juillet 2005 pour que les entreprises cotées à la Bourse suisse soient tenues de publier les transactions de leurs dirigeants, du moins celles dépassant 100 000 francs par personne et par mois (cf. encadré «Le suivi des initiés en cinq clics»).

Fondamentalement, les transactions des initiés constituent-elles une information suffisante pour construire une stratégie d'investissement efficace? A cette question, les répon-



«Ma gestion est une gestion “cousue main” et c'est à force de suivre les initiés que j'ai fini par identifier ceux qui, effectivement, donnent des signaux efficaces»

MARC MAYOR

ses données par les études académiques ne sont pas tout à fait unanimes. Si les achats de titres effectués par des initiés battent assez systématiquement le marché, leurs ventes ne possèdent guère de valeur indicative. Et cela s'explique assez simplement. L'achat d'une action sera presque toujours motivé par une recherche de plus-value. Sa vente, en revanche, peut répondre à diverses préoccupations: besoin pour l'initié de diversifier ses actifs, besoin d'encaisser une partie de sa rémunération (on observe en effet une croissance importante de la part des stocks options dans les rémunérations des diri-

geants), ou tout simplement besoin de liquidités. En d'autres termes, pour l'investisseur, il est difficile de s'assurer que la vente correspond bien à un véritable souci de protection du capital ou de prise de bénéfices, à savoir que l'initié se défait de ses actions parce qu'il constate que sa société est en déclin ou parce que le cours de ses titres lui paraît beaucoup trop élevé.

Mais c'est précisément parce qu'elles n'ont pris en considération que des chiffres agrégés, c'est-à-dire toutes les ventes et tous les achats d'initiés, que certaines études ont conclu à l'inefficacité d'une gestion axée sur le suivi des initiés. Comme le précise Marc Mayor, il ne suffit pas de suivre à l'aveugle tous les mouvements d'initiés. Seule une approche suffisamment sélective permet de dégager des plus-values importantes. L'étude du Professeur Carr Bettis¹ montre par exemple que, primo, si l'on se concentre sur les transactions d'une certaine

taille (10 000 titres au moins), imiter les initiés est profitable, aussi bien à la hausse qu'à la baisse, et secundo, quand les initiés vendent fortement les actions de leur société, le prix de leur action tend à sous-performer le marché. Selon la période d'observation prise en compte, l'alpha généré peut aller jusqu'à plus de 11% par an.

D'autres critères de sélection doivent aussi être pris en compte, souligne Marc Mayor. Par exemple, lorsque, dans une entreprise, une partie des initiés achète alors que l'autre vend, il est impossible d'en dégager un signal clair. La qualité du signal dépend éga-

Le suivi des initiés en cinq clics

1. Aller sur www.swx.com
2. Cliquer sur «Admission»
3. Sélectionner «Maintien de la cotation»
4. Puis «Transactions du management»
5. Enfin «Annonces publiées»

lement de la position occupée par l'initié: un administrateur qui siège dans un conseil d'administration en sait obligatoirement moins qu'un directeur général! Et c'est probablement le directeur financier qui délivre les meilleurs signaux. Il semblerait par ailleurs exister un effet «small cap»: les achats d'initiés sont plus significatifs lorsqu'ils portent sur des titres de petites et moyennes capitalisations que sur les grandes valeurs, suivies par des dizaines et des dizaines d'analystes financiers². Ces résultats académiques sont corroborés par l'expérience de Marc Mayor dont «les plus beaux succès» se sont situés dans le secteur des petites et moyennes capitalisations.

Au chapitre des scénarios d'achats idéaux pour des positions longues, il inclut ceux dans lesquels les initiés achètent alors que la situation de l'entreprise semble difficile, voire désespérée, ou encore lorsque les initiés poursuivent leurs achats malgré une forte hausse du cours de l'action. A l'inverse, sont favorables aux ventes à découvert, les situations dans lesquelles le titre monte alors que les initiés vendent ou, lorsqu'après une forte correction, ils continuent néanmoins de liquider leurs positions. A titre d'exemple, Marc Mayor cite le cas de l'action 4M qui, après avoir perdu 99% de sa valeur par rapport à son plus haut, était encore vendue par des initiés membres de la direction et qui, après ces ventes, a encore perdu 52% de sa valeur au cours des sept mois suivants. Inversement, ABB a enregistré des achats importants d'initiés après avoir connu une forte hausse et le titre a, en effet, encore gagné 83% dans les huit mois suivants. Tous ces éléments montrent que pour maximiser la plus-value d'une stratégie reposant sur les achats/ventes d'initiés, il est indispensable de s'appuyer sur une analyse qualitative. D'ailleurs, pratiquée à l'aveugle, une telle stratégie entraînerait une rotation excessive du portefeuille et par conséquent des coûts de transaction prohibitifs.

Du cousu main

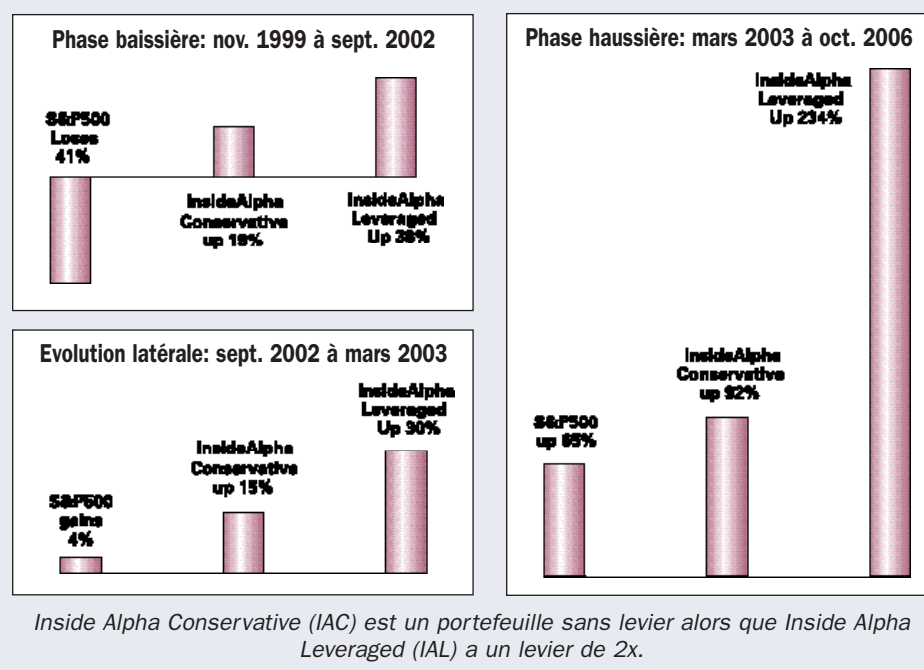
Pour ce qui concerne le marché suisse, l'alpha disponible semble au moins aussi important que sur le marché américain. C'est du

¹ Carr Bettis est aujourd'hui président du conseil d'administration et Chief Scientist de Gradient Analytics, société qu'il a fondée avec son épouse et le Dr Donn Vickrey, cosignataire de l'étude mentionnée.

² Etude de Nejat Seyhun, Université du Michigan.

Un historique de performances convaincant

Marc Mayor est spécialiste de l'Insider Finance et fondateur d'InsideAlpha. Il a démarré sa carrière financière chez Prudential Securities (gestion) puis est passé au Credit Suisse en tant que responsable des produits structurés. Depuis 1999, il applique avec succès une stratégie neutre par rapport au marché dans un portefeuille composé pour une moitié d'actions dont les initiés sont acheteurs et pour la seconde moitié de titres dont les initiés sont vendeurs. Son approche repose sur des critères quantitatifs et qualitatifs. Vérifiée par l'IFSA (Information Systems For Analysts SA, filiale de l'Association suisse des analystes financiers), sa performance sur les sept dernières années a varié entre 15 et 30% en base annuelle pour un risque de deux à quatre fois inférieur à celui de l'indice S&P 500. Comme le montrent les graphiques suivants, ses résultats ont été positifs quelle qu'ait été l'évolution du marché actions américain. ■



moins la conclusion à laquelle parvient Marc Mayor sur la base des transactions observées depuis l'entrée en vigueur de l'obligation de publication des transactions d'initiés, en juillet 2005. Il précise toutefois: «Une étude statistiquement significative nécessite davantage de données, mes estimations se basent également sur l'expérience accumulée sur le marché américain depuis 1999.» Compte tenu des excellents résultats observés sur le marché américain, on peut se demander pour quelles raisons cette stratégie n'est pas encore largement exploitée sur le marché suisse. Manquerait-il de profondeur? A cela, Marc Mayor répond: «Il est probable que le premier entrant qui choisira d'exploiter systématiquement cette source d'alpha bénéficiera d'un net avantage en termes de performance.» Mais pour cela, il ne suffit pas de posséder le plus gros ordinateur, il faut encore disposer

d'un savoir-faire qui ne s'acquiert guère qu'avec l'expérience sur le terrain: «Ma gestion est une gestion» cousue main», souligne Marc Mayor, et c'est à force de suivre les initiés que j'ai fini par identifier ceux qui, effectivement, donnent des signaux efficaces.» ■ V.B.

Stratégies sur initiés: les grands principes

- Achats d'initiés: suivre les mouvements importants
- Ventes d'initiés: gare aux faux signaux!
- Tous les initiés ne sont pas de bons indicateurs
- Small is beautiful
- Ne jamais négliger de faire ses devoirs



Inside ALPHA

Marc Mayor

Solarstrasse 11

CH-8834 Schindellegi SZ

Suisse

Tel. +41 79 279 57 13

Fax + 41 86 079 279 57 13

Email info@insidealpha.com

Site web www.insidealpha.com