

GESTION D'ACTIFS

« Nous créons de la valeur en allant là où les autres ne vont pas »

H2O Asset Management, société de gestion très appréciée, notamment des CGP, pour les performances de haute volée qu'elle a délivrées depuis sa création, a défrayé la chronique en juin dernier, pour de prétendus problèmes de liquidité. Jouant la transparence, Bruno Crastes, directeur général et cofondateur – avec Vincent Chailley, directeur des investissements –, nous donne ses explications.

Propos recueillis par Michel Lemosof

N'avez-vous pas été dépassé par votre réussite ?

Je dis souvent à mes équipes que, depuis des années, nous générons de la performance en tirant parti de l'irrationalité des comportements des investisseurs. Nous n'allons pas nous plaindre si nous avons été victimes de cette irrationalité. En 25 ans d'expérience, nous avons seulement connu quatre années de rendements négatifs. Il n'y a dans le monde qu'un nombre très limité de gérants qui ont été en mesure de réaliser une telle performance.

Après la publication, le 18 juin dernier, sur le blog du *Financial Times*, d'une note évoquant un problème latent de liquidité qui aurait été lié à certains de nos fonds, nos encours, qui s'élevaient alors à 34 Md€, ont enregistré des sorties de plusieurs milliards d'euros. Parmi les clients qui nous connaissent bien, aux premiers rangs desquels les CGP, beaucoup nous sont restés fidèles. Ils ont eu raison,

puisque nos performances n'ont pas été affectées par l'afflux des demandes de rachat. Certaines ont même progressé dans la foulée, grâce à notre bonne lecture de l'environnement économique. Quand la situation s'est apaisée, nous avons observé, au fur et à mesure que la décollecte se tarissait, que la collecte augmentait de nouveau.

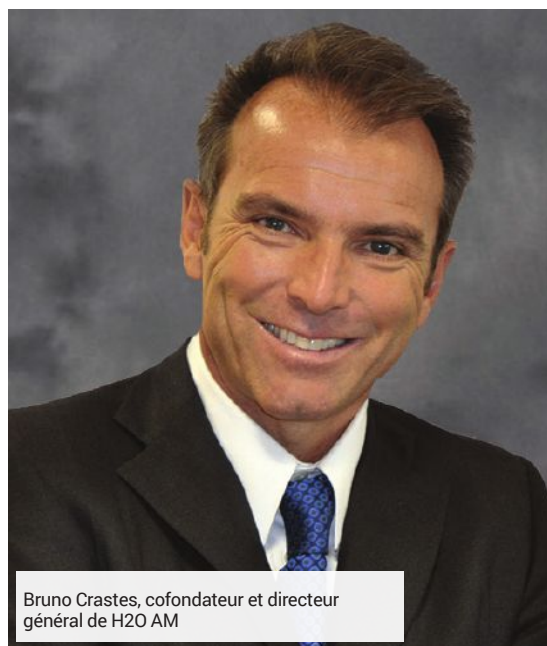
C'est que le choc a été rude, non ?

On ne s'attarde jamais sur les acteurs qui ne dérangent pas... La sanction a été sévère, mais je n'en veux à personne. Nous n'avons aucune amertume. C'est la loi du marché et nous l'acceptons. Nous ressortirons plus forts de cette épreuve. Celle-ci nous a même stimulés. S'il y a un trait commun à toute l'équipe H2O, c'est la capacité à nager à contre-courant.

Qu'est-ce qui a déclenché cette tourmente ?

Nous avons fait l'objet d'une controverse, que beaucoup, parmi les investisseurs et, même, parmi les médias, ont trouvée complètement disproportionnée par rapport aux faits réels. Cela a du sens d'ajouter marginalement (de 5% à 10%) des obligations privées à liquidité réduite ou nulle à des stratégies élaborées à partir d'actifs extrêmement liquides (dettes souveraines, devises, contrats à terme, monétaire), sans que cela ne dégrade trop notre score global de liquidité. Nous l'avons fait dans une optique de décorrélation par rapport à nos investissements « macro » et pour stabiliser les performances, voire les améliorer (de 0,7% à 1,5% en 2018, par exemple). Et ce, dans le cadre de ce que nous sommes autorisés à faire.

Nous avons commencé à investir dans



Bruno Crastes, cofondateur et directeur général de H2O AM

ces titres de dette privée en 2015 et avons acheté des obligations de sociétés contrôlées par le groupe Tennor Holding (ex-Sapinda). Début 2019, nous avons obtenu un siège au comité consultatif – non exécutif – de Tennor, aux côtés d'autres gérants d'actifs renommés. La représentation d'H2O à ce comité ne garantit aucun pouvoir, ne donne pas lieu à un contrat et ne fait pas l'objet d'une rémunération. Il n'y a donc aucun conflit d'intérêts. Il s'agit d'une pratique standard dans l'industrie de la gestion d'actifs, particulièrement sur le marché de la dette privée, afin de veiller aux meilleurs intérêts des investisseurs. Parce qu'elles sont diversifiantes, nous allons continuer à sélectionner des obligations *deep value* non cotées de sociétés

Performances de deux fonds phares

(En %, pour les parts R)

	H2O Adagio	H2O MultiBonds
2011	-3	-8,5
2012	+11,6	+38,6
2013	+5	+10,8
2014	+3,1	+30
2015	+5,9	+30,9
2016	+1,5	+11,5
2017	+4,3	+14,2
2018	+4,9	+32,2
2019 (au 28-6)	-0,5	+8

européennes, comme source additionnelle de performance. Nous allons où les autres ne vont pas. C'est là que se crée la valeur. Début juillet, il nous restait 500 M€ en *private debt*, soit moins de 2 % du total de nos encours. Autrement dit, 98 % de nos encours étaient entièrement liquides.

Vous êtes-vous senti visé par les propos de Mark Carney, qui a parlé de « mensonge » au sujet de fonds qui, présentés comme liquides, détenaient des actifs illiquides ?

Absolument pas ! Le gouverneur de la Banque d'Angleterre avait sans doute en tête d'autres cas de figure. Nous n'avons aucun problème de liquidité. La preuve : environ 8 Md€ sont en quelques jours sortis de nos fonds sans que cela ait posé de difficultés. La liquidité, au même titre que la transparence et la performance, fait partie de nos valeurs clés, et je dirais même des raisons d'être d'H2O. C'est pour cela que nous ne bloquons jamais les rachats.

Alors pourquoi une telle panique aussi médiatisée ?

En plus de l'article mentionné, qui nous a fait du tort dans plusieurs pays, nous avons été le passager clandestin sur le bateau du *mismatch* de liquidité qui navigue à travers l'industrie de la gestion d'actifs. Si des sociétés de gestion sont concernées par ce problème, cela n'a jamais été notre cas. Une autre raison peut venir du fait que la performance remarquable de nos fonds, qui mettait la plupart de nos investisseurs en situation de plus-value latente, a facilité le choix de l'option de cession.

Pourriez-vous revenir sur les caractéristiques d'H2O AM ?

La société a été fondée en août 2010. Natixis Investment Managers détient 50,01 % du capital. C'est un actionnaire de référence très solide, qui nous permet notamment de bénéficier d'une plateforme de distribution internationale. Ainsi, nous pouvons nous concentrer sur la gestion et le service clients. H2O AM est implantée à Londres et elle a trois filiales : à Paris, Singapour et Monaco. Elle compte 95 collaborateurs (76 à Londres), dont une trentaine de gérants.

Début juillet 2019, les grands mandats institutionnels représentaient 7 Md€ des encours, les fonds offshore 1,5 Md€ et les fonds Ucits 17,5 Md€. Nos clients se ventilent entre l'Europe (55 % des encours)

et le reste du monde (45 %). Nous avons trois grands types de clientèle : les CGP, le *wholesale* (banques privées, family offices...) et les institutionnels, à peu près répartis en trois tiers.

Nous avons deux principales typologies de produits : les fonds de performance absolue, orientés vers la recherche d'alpha, et les fonds d'accès aux marchés, davantage axés sur le beta, mais

avec également une dose d'alpha, le propre d'H2O. Nous proposons une trentaine de fonds, pour la plupart de droit français. Les plus connus sont H2O Adagio, H2O Moderato et H2O Allegro, de la gamme « musiciens ». Au fil des ans, H2O MultiBonds, H2O MultiAggregate et H2O MultiStratégies (que nous avons ouvert aux souscriptions) ont aussi rencontré beaucoup de succès auprès d'un large public.

...et sur votre philosophie de gestion ?

Nous nous sommes beaucoup développés autour de la recherche de performance absolue, que ce soit en actions ou en obligations, et ce à l'échelle internationale, en nous positionnant à l'intersection de la gestion traditionnelle et de la gestion alternative. Nous avons une approche globale. Nos stratégies sont principalement mises en œuvre par le biais de contrats *futures* et de contrats de change à terme.

Nos fonds sont très diversifiés. La gestion d'H2O AM peut être comparée à une construction « Lego ». Nous faisons beaucoup d'arbitrages, que ce soit entre les classes d'actifs ou entre les actifs eux-mêmes. Aujourd'hui, du fait des politiques des banques centrales, les primes de risque sont très comprimées et les prix des actifs très élevés. Mais nous sommes « agnostiques » face au niveau général des primes de risque. Nous ne sommes pas dépendants des niveaux de taux d'intérêt. Nous sommes des arbitragistes. Si tout était au même prix, ce ne serait pas la même chose. Il faut qu'il y ait une courbe des taux et du relief dans les marchés pour

que nous puissions prendre des positions.

On vous trouve parfois très « sportif », cahotique !

Occasionnellement, c'est vrai, il nous est reproché des trous d'air, quoique momentanés, dans l'évolution des valeurs liquidatives. Nous essayons de réduire ces *drawdowns*, parfois substantiels, mais il faut savoir que c'est le prix à payer pour délivrer nos performances sur le moyen terme. Les périodes de volatilité constituent d'excellentes opportunités de générer de la performance.

Quant aux effets de levier auxquels certains commentateurs ont fait allusion, il n'y en a pas chez nous. En revanche, il y a des engagements, avec des plus et des moins qui se compensent. Il ne faut pas uniquement considérer une somme en valeur absolue. Enfin, en ce qui concerne la compliance et le contrôle des risques, il y a chez H2O AM une équipe de dix professionnels – sous la direction de Jean-Noël Alba, directeur général délégué – qui veille scrupuleusement à ce que tout soit en ordre, en permanence.

Des projets ?

Nous allons étoffer notre gamme de produits. En lançant, par exemple, une stratégie d'obligations convertibles et un fonds « euro » PEA. Nous allons davantage nous développer vers des stratégies plus traditionnelles, en considérant que les fonds de performance absolue ont atteint leur capacité. Ce qui ne les remet nullement en cause. ■

