

Après quatre très belles années de progression, A7 PICKING a connu une année 2016 difficile puisque la valeur liquidative du fonds recule de 7% dans un marché européen qui termine en positif (+0.70% pour l'Eurostoxx 50).

L'explication de cette contre-performance est duale :

- Un événement nous a été particulièrement défavorable : le Brexit ;
- Certaines lignes parmi les sept du portefeuille contribuent très négativement sur l'exercice en raison d'une succession de choix inadéquats.

✓ **Le Brexit**

Le référendum britannique sur le maintien ou non de la Grande-Bretagne au sein de l'Union européenne était une échéance inscrite au calendrier financier de 2016.

Présenté pendant longtemps comme un événement de portée potentiellement systémique (les prémices d'un processus de dislocation de l'Union européenne), un Brexit nous promettait, disait-on, des conséquences désastreuses pour la zone euro. De sorte qu'en cas de survenance d'un tel choc, un recul sensible des marchés d'actions au cours des semaines qui allaient suivre était à redouter.

Suite à cet événement et conformément au process de gestion, dès le 24 juin au matin, à l'ouverture des marchés, nous avons donc immédiatement neutralisé les positions et déclenché le mécanisme de réactivité (ouverture d'une fenêtre d'arbitrage permettant aux gérants de réexaminer leurs choix précédents et d'en changer s'ils le souhaitent).

Le problème est que, de manière inattendue, les indices actions ont opéré un rebond extrêmement rapide, dès la troisième séance boursière, alors même que le fonds était toujours couvert et que les gérants s'attelaient à reformuler des choix tenant compte de la nouvelle donne. La sanction a été immédiate : A7 PICKING a entériné les pertes de l'effondrement du premier jour sans être en mesure par la suite de profiter pleinement de ce rebond intervenu très tôt. C'est pourquoi la performance a paru « scotchée » durant quelques temps.

Avec le recul, que peut-on dire aujourd'hui de la gestion de cet épisode.

1/ La gestion de cet événement était de facto épineuse :

- Parce que les résultats du référendum tombaient dans la nuit (du 23 au 24 juin) rendant ainsi impossible toute réaction instantanée de notre part ;
- Parce que, du coup, les marchés ont ouvert le lendemain avec un gap baissier historique d'environ 9% (correspondant peu ou prou au cumul des progressions enregistrées au cours des jours précédents, sur le pari du marché que le « Remain » l'emporterait) ;

- Parce que le risque que les marchés continuent de glisser au cours des semaines qui allaient suivre était jugé très élevé en raison du caractère systémique d'un tel événement historique.

2/ Que pouvions-nous faire ?

- **Option 1 : se conformer aux choix exprimés par les 7 gérants un mois plus tôt (rotation bimestrielle du 20 mai), c'est-à-dire, ne pas réagir.** *On rappelle qu'à chaque rotation bimestrielle, les gérants sont censés intégrer dans leur choix le calendrier des événements de la période (sur les deux mois à suivre) pouvant influencer sensiblement sur les marchés.*
 - ➔ Oui mais, si, un mois plus tôt, la classe politique, journalistique et financière était dans le déni (la raison devait l'emporter, entendait-on) et que peu de monde croyait en un tel scénario, les choses avaient sensiblement évolué en un mois. Au cours des jours qui ont précédé le référendum, les derniers sondages faisaient toujours état de résultats très serrés ;
 - ➔ Oui mais, aurions-nous fait notre travail, si, en cas d'effondrement prolongé des marchés (-15%, -20%...), nous étions restés inertes ? Ne nous aurait-on pas reproché dans ce cas notre inaction et de ne pas avoir déclenché le mécanisme de réactivité ?
- **Option 2 : attendre les résultats du référendum, acter le Brexit (événement avéré) et déclencher en conséquence le mécanisme de réactivité (« ...en raison d'un événement de nature à bouleverser la tendance des marchés »)**
 - ➔ C'est ce que nous avons fait, conformément au process de gestion A7 PICKING.
- **Option 3 : Couvrir les positions la veille du référendum en prévision d'un résultat inconnu.**
 - ➔ Oui mais, cela revenait à couvrir non pas un événement avéré (le Brexit) mais un risque, certes prégnant, mais hypothétique. Or, A7 PICKING étant un fonds d'allocation, en principe, l'esprit du process de gestion n'est pas d'intervenir en prévention d'un événement hypothétique ou à la moindre préoccupation de marché, mais de réagir à un événement survenu, de nature à influencer durablement la tendance.

Aujourd'hui, avec le recul, et tirant les enseignements de cet épisode adverse, notre position est la suivante : dès lors que nous étions disposés à intervenir en cas de Brexit (c'est-à-dire que nous avons décidé de ne pas nous conformer aux choix effectués un mois plus tôt par les sept gérants), nous pensons que nous aurions dû intervenir :

- En prévention (la veille), en raison de la configuration particulière dans laquelle les résultats allaient être connus (dans la nuit du 23 au 24 juin), ce qui, de facto, ne nous permettait pas de réagir instantanément à l'événement ;
- En raison du gap prévisible d'envergure en cas de Brexit, entre la clôture du 23 juin et l'ouverture du 24 juin, le lendemain matin, du fait de la forte progression des indices boursiers au cours des jours précédents.

Aussi, dans un contexte de ce type, la prise en compte préventive d'un risque prégnant ou d'une menace imminente nous paraît-elle justifier une intervention et nous semble s'inscrire parfaitement dans l'esprit du mécanisme de réactivité tel que prévu par le process spécifique d'A7 PICKING.



Face à une telle asymétrie des risques (risque d'une très forte chute des marchés en cas de Brexit / poursuite probable de la hausse en cas de Remain), il nous semble que notre devoir de gérant est de préférer une perte d'opportunité (hypothétique) à une perte en capital (jugée certaine).

Le constat que nous faisons aujourd'hui :

- Pour les raisons évoquées plus haut, cette décision de gestion (couvrir à l'ouverture en prenant acte du Brexit et redonner la main aux 7 gérants dans la foulée) a été dictée par les circonstances particulières de l'événement (survenance en pleine nuit) et ne s'est donc pas révélée pertinente ;
- Ce choix d'appliquer stricto sensu le process de gestion nous a été cette fois défavorable alors qu'il nous a été favorable en d'autres circonstances par le passé ;
- **Le process spécifique d'A7 PICKING, qui a donné entière satisfaction au cours des années passées, n'est évidemment pas remis en cause ;**
- **Nous avons en revanche tiré de cet épisode adverse des enseignements précieux en matière de modalités d'application de ce process.**

✓ **Trois lignes sur sept accusent des performances négatives marquées**

En raison du poids très important de chaque ligne en portefeuille (environ 14% de l'actif), toute contreperformance d'envergure sur une ligne impacte très sensiblement la performance globale du fonds.

A la différence de ce que nous avons pu observer au cours des années passées, cette année, les performances ont été très contrastées d'une ligne à l'autre, les écarts très importants soulignant la difficulté pour les gérants de prendre les bonnes décisions dans le bon timing en 2016. On citera les trois lignes suivantes :

DNCA Investments : -15.39%

Fidelity International : -6.15%

Natixis A.M : -5.93%

Rappelons par exemple qu'une structure comme Natixis A.M a été une des maisons les plus contributrices à la performance au cours des années passées. De même, on peut également dire que la forte perte sur la ligne DNCA est très inhabituelle pour cette société et relève à l'évidence de « l'accident ».

En outre, en dépit de la très belle contribution de la ligne « La Financière de l'Echiquier » (+13.97%), sans pour autant démériter, les performances sur les autres lignes ont été trop insuffisantes pour compenser les fortes pertes mentionnées plus haut (+1.46% pour CamGestion ; +0.07% pour Lazard Frères Gestion et +3.60% pour ABN AMRO Investment Solutions).

Au final, en termes d'attribution de performance, on peut dire que la perte annuelle d'A7 PICKING s'explique pour moitié environ par des choix de gestion bimestriels pas suffisamment pertinents dans



l'ensemble (certaines lignes se voyant même sévèrement sanctionnées par le marché) et pour moitié par une gestion partiellement inadéquate de l'épisode du Brexit.

Nous gardons bien entendu une entière confiance en la capacité d'A7 PICKING et de son process à continuer à créer de la valeur dans la durée, comme en attestent les performances remarquables réalisées au cours des années passées.

Nous nous tenons bien évidemment à votre disposition pour toute précision supplémentaire en vous remerciant de votre confiance.

La Direction de la Gestion

