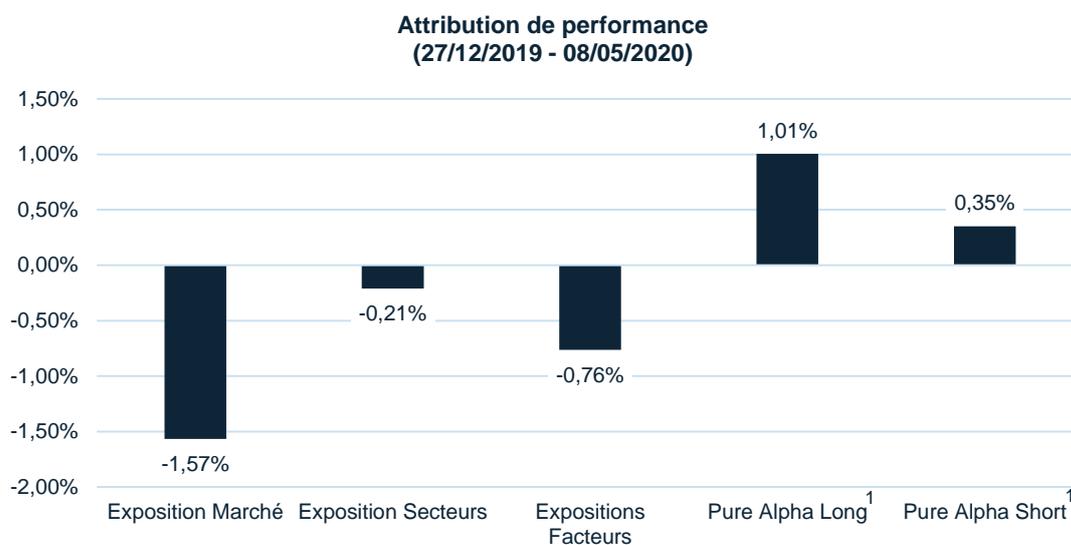


Chers co-investisseurs,

Ces premiers mois de l'année 2020 ont été un vrai test pour notre stratégie, en particulier pour valider notre capacité à contrôler la volatilité de notre fonds dans un environnement aussi agité. Au 08/05/2020 notre volatilité (part B) était de 4.16% avec une performance pour l'année de -0.26% et de +2.81% sur un an glissant.



Source : BDL Capital Management

Sur ces premiers mois de l'année, nous avons réussi à créer de la surperformance à la fois grâce à notre sélection en long et en short.

Comme vous le savez, notre stratégie repose sur l'agrégation de plusieurs signaux fondamentaux et techniques afin d'identifier les entreprises sur lesquelles nous devrions investir en long et en short. Dans nos précédentes lettres, je m'étais efforcé de décrire notre méthode d'agrégation de ces signaux mais aussi de construction de portefeuille. Nous voulions dans cette lettre, décrire en détail l'un de nos signaux techniques : le signal flux. Romain Mayer travaille sur ce signal depuis 2015 et rentre en détails sur sa construction et son comportement dans cette lettre.

Maxime Hayot et l'équipe quantitative

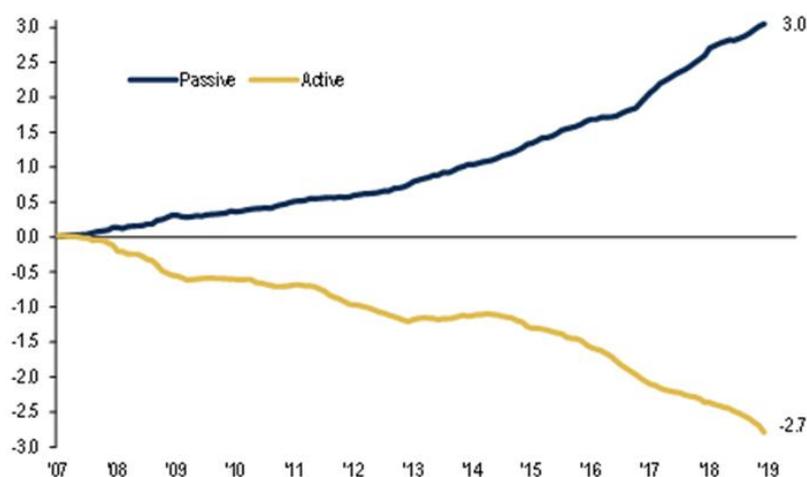
*1. Le Pure Alpha est la partie de la performance d'un titre qui ne peut être expliquée ni par son exposition au STOXX600 dividendes réinvestis, ni par son secteur ni par ses biais factoriels*

*Ce document ne doit être ni transmis, ni copié, ni reproduit. Il ne constitue ni une offre d'investissement, ni une recommandation. Un investissement dans un des fonds de BDL Capital Management ne devrait être considéré qu'après consultation du prospectus. Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures. Elles ne sont pas constantes dans le temps et ne font l'objet d'aucune garantie. L'attention de l'investisseur est attirée sur les facteurs de risque du fonds, notamment le risque de perte en capital et le risque action. Les cas d'investissement cités dans cette lettre sont présentés à un instant et ne représentent pas nécessairement les investissements actuels de la société de gestion qui peuvent être modifiés à tout moment. Pour plus d'informations sur les risques et les frais, vous pouvez vous référer au DICI, au prospectus ou contacter votre interlocuteur habituel.*

## Les flux passifs

L'importance des flux passifs et thématiques sur les entreprises est de plus en plus visible, et cela a été encore amplifié lors de la crise sanitaire. Le graphe, ci-dessous, illustre bien la tendance des investisseurs qui privilégient de plus en plus la gestion passive au détriment de la gestion active.

**Flux de collecte de la gestion active et de la gestion passive depuis 2007**



Source : Bank of America Merrill Lynch

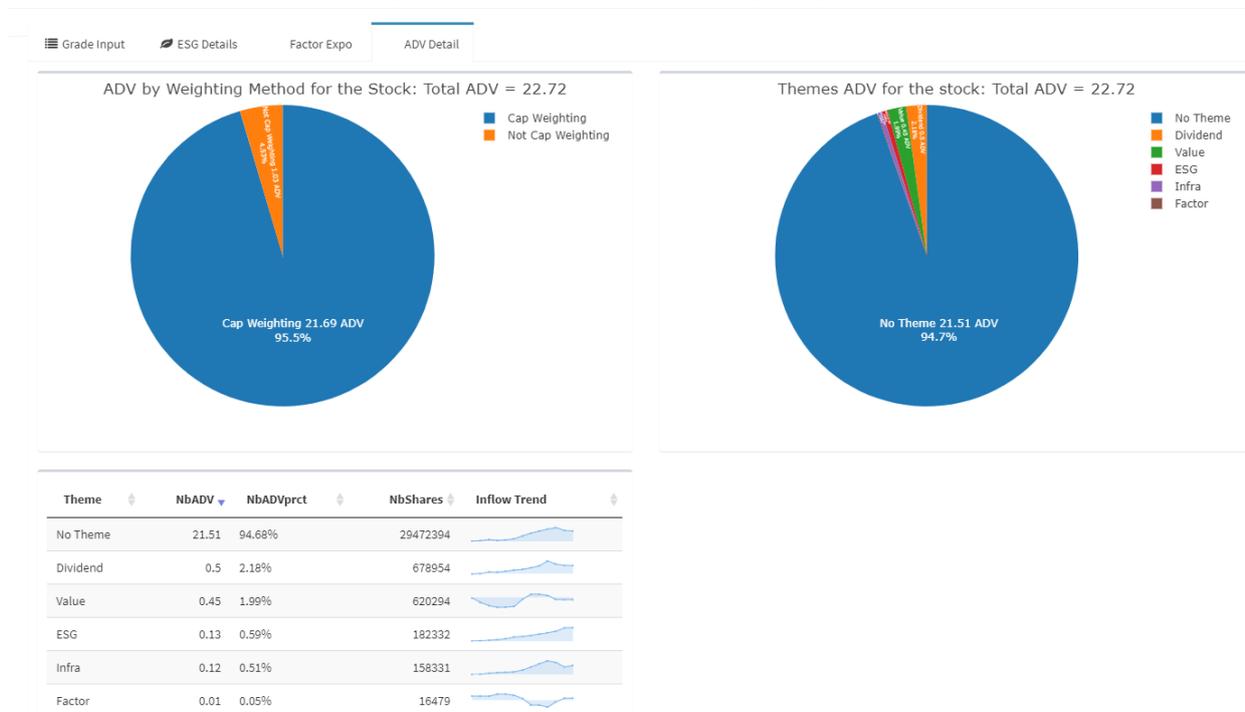
Depuis 2015, chez BDL, nous avons étudié ce phénomène afin de pouvoir comprendre son impact sur notre portefeuille, mieux analyser nos risques et enfin, dans le fonds Durandal, en profiter pour identifier les entreprises qui peuvent bénéficier de ces flux.

La première étape a été de construire une base de données dédiée à l'analyse de ces flux ETF afin de connaître le passif des entreprises de notre univers. Nous savons aujourd'hui quels sont les ETF qui achètent, ou vendent, les entreprises de notre univers.

---

*Ce document ne doit être ni transmis, ni copié, ni reproduit. Il ne constitue ni une offre d'investissement, ni une recommandation. Un investissement dans un des fonds de BDL Capital Management ne devrait être considéré qu'après consultation du prospectus. Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures. Elles ne sont pas constantes dans le temps et ne font l'objet d'aucune garantie. L'attention de l'investisseur est attirée sur les facteurs de risque du fonds, notamment le risque de perte en capital et le risque action. Les cas d'investissement cités dans cette lettre sont présentés à un instant et ne représentent pas nécessairement les investissements actuels de la société de gestion qui peuvent être modifiés à tout moment. Pour plus d'informations sur les risques et les frais, vous pouvez vous référer au DICI, au prospectus ou contacter votre interlocuteur habituel.*

Exemple de Vinci – détention du capital par les ETF



La première conclusion est que la part du passif de l’entreprise détenue par un ETF doit être mise en relation avec la liquidité du titre. Afin de mieux appréhender ce phénomène nous utilisons la notion « d’ADV » pour Average Daily Volume (soit le nombre de jours qu’il faudrait à un ETF pour vendre tout son investissement en utilisant 100% du volume quotidien échangé pour cette entreprise).

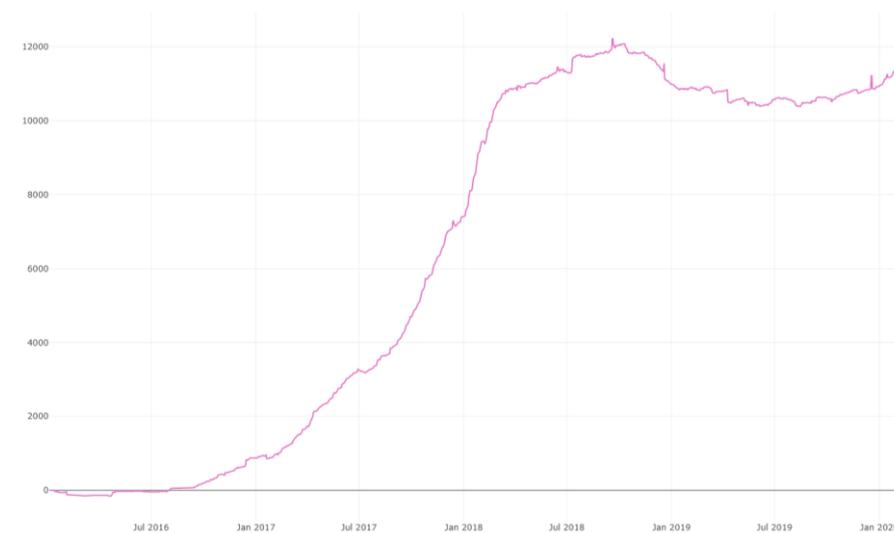
Par exemple, l’ensemble des ETF détient environ 47 millions d’actions de Vinci qui a, en moyenne, 2 millions d’actions échangées quotidiennement, donc l’ADV de Vinci sera de 23.9 jours. Plus l’ADV est élevé, plus l’impact des flux ETF sur le titre sera important.

Mais la stratégie utilisée par les ETF joue aussi un rôle important, en particulier si les ETF sont dit « thématiques » (par exemple s’ils suivent une stratégie ESG, Low Vol ou se limitent à univers restreint comme les entreprises de robotisation etc...). L’impact de ces ETF va être plus important sur les entreprises. Cela s’explique tout d’abord par l’inertie des souscriptions sur ce type d’ETF. Contrairement à des ETF trackers (qui ne font que répliquer un indice),

*Ce document ne doit être ni transmis, ni copié, ni reproduit. Il ne constitue ni une offre d’investissement, ni une recommandation. Un investissement dans un des fonds de BDL Capital Management ne devrait être considéré qu’après consultation du prospectus. Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures. Elles ne sont pas constantes dans le temps et ne font l’objet d’aucune garantie. L’attention de l’investisseur est attirée sur les facteurs de risque du fonds, notamment le risque de perte en capital et le risque action. Les cas d’investissement cités dans cette lettre sont présentés à un instant et ne représentent pas nécessairement les investissements actuels de la société de gestion qui peuvent être modifiés à tout moment. Pour plus d’informations sur les risques et les frais, vous pouvez vous référer au DICI, au prospectus ou contacter votre interlocuteur habituel.*

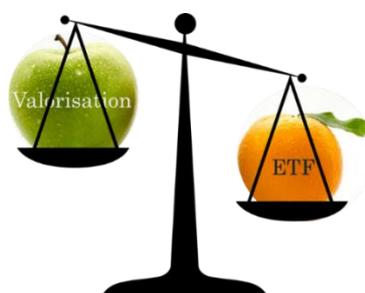
les ETF thématiques bénéficient de longues vagues de souscription (ou de rachat). Par exemple, voici l'évolution des souscriptions cumulées sur les ETF thématique Robot (robotisation, intelligence artificielle, automatisation...).

### Evolution des souscriptions cumulées sur les ETF thématique Robot



Source : BDL Capital Management

Grâce à nos outils et notre analyse, nous avons pu intégrer un signal « Flux » dans notre stratégie Durandal nous permettant d'identifier les entreprises qui bénéficient le plus des souscriptions des ETF mais aussi celle qui sont le plus impactées par des rachats des ETF. Ce signal nous permet de contrebalancer nos autres signaux fondamentaux (valorisation, qualité, croissance etc...) afin de nous assurer que ces flux passifs ne vont pas à contre-courant des fondamentaux.



*Ce document ne doit être ni transmis, ni copié, ni reproduit. Il ne constitue ni une offre d'investissement, ni une recommandation. Un investissement dans un des fonds de BDL Capital Management ne devrait être considéré qu'après consultation du prospectus. Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures. Elles ne sont pas constantes dans le temps et ne font l'objet d'aucune garantie. L'attention de l'investisseur est attirée sur les facteurs de risque du fonds, notamment le risque de perte en capital et le risque action. Les cas d'investissement cités dans cette lettre sont présentés à un instant et ne représentent pas nécessairement les investissements actuels de la société de gestion qui peuvent être modifiés à tout moment. Pour plus d'informations sur les risques et les frais, vous pouvez vous référer au DICI, au prospectus ou contacter votre interlocuteur habituel.*

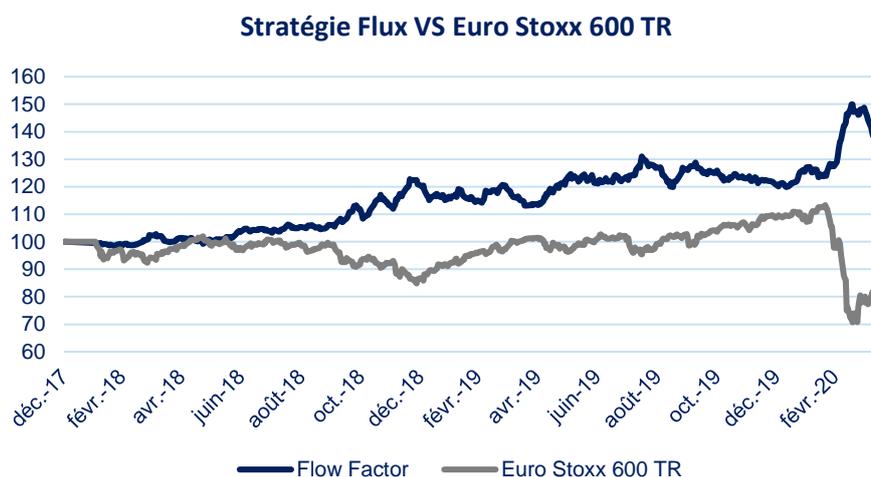


## Le signal Flux, une nouvelle source de surperformance

Chaque fois que nous ajoutons un nouveau signal à notre stratégie, nous commençons par vérifier sa corrélation avec nos signaux existants afin de nous assurer qu'il nous apporte une nouvelle information. Dans le cas de notre signal flux, par exemple, nous pourrions penser qu'il va dans la même direction que notre signal Momentum. Néanmoins les résultats qui suivent illustrent à quel point le seul signal Flux est à lui seul une source de surperformance.

Pour tester cette hypothèse, nous prenons les données de collecte et de détention ETF depuis début 2018 et suivons la méthode d'investissement suivante :

1. Tous les 20 jours, nous trions l'univers basé sur la détention :
    - ETF classique (CAC40, Euro STOXX 600, etc...)
    - ETF thématiques (Robot, Low Vol, etc...)
    - Les flux observés sur ces ETF sur les derniers mois
  2. Nous trions notre univers des titres impactés le plus positivement aux titres impactés le plus négativement par ces statistiques
  3. Nous créons un portefeuille fictif constitué en long des 150 titres les mieux exposés aux flux et en short des 150 titres les moins bien exposés aux flux avec un levier de 200% (soit 100% et 100% short)
  4. Nous répétons cet exercice tous les 20 jours
- Voici le résultat théorique de cette stratégie (sans frais de trading, frottement etc...)



Source : BDL Capital Management et Bloomberg

*Ce document ne doit être ni transmis, ni copié, ni reproduit. Il ne constitue ni une offre d'investissement, ni une recommandation. Un investissement dans un des fonds de BDL Capital Management ne devrait être considéré qu'après consultation du prospectus. Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures. Elles ne sont pas constantes dans le temps et ne font l'objet d'aucune garantie. L'attention de l'investisseur est attirée sur les facteurs de risque du fonds, notamment le risque de perte en capital et le risque action. Les cas d'investissement cités dans cette lettre sont présentés à un instant et ne représentent pas nécessairement les investissements actuels de la société de gestion qui peuvent être modifiés à tout moment. Pour plus d'informations sur les risques et les frais, vous pouvez vous référer au DICI, au prospectus ou contacter votre interlocuteur habituel.*

De plus, cette performance ne peut pas être expliquée par les facteurs de styles classiques ce que nous allons prouver par une régression.

Le tableau suivant représente le **résultat de la régression entre le facteur flux et les facteurs classiques** (croissance = Growth, Momentum, qualité = Quality, valorisation = Value). Cette régression répond à la question suivante : la performance du facteur flux est-elle uniquement répliquable par une combinaison des facteurs classiques ou reste-t-elle une partie inexpliquée (Alpha) statistiquement significative (c'est-à-dire dont on peut être confiant que cette partie ne soit pas positive par pur hasard).

- La cellule A1 correspond à l'alpha journalier moyen de la stratégie retranchée des autres facteurs de style, de 0.03% soit 7.6% par an.
- La colonne A : « **estimate** » (de A2 à A5) est la corrélation (ou causalité) des autres facteurs de style sur le facteur flux. Prenons la cellule A2 par exemple avec un Beta de -69% au facteur growth, en moyenne, le facteur flux baissera de -0.69% quand le facteur growth montera de 1%. Ils sont donc anti-corrélé et offrent une bonne diversification.
- La colonne B : « **std. Error** » est la marge d'erreur de la colonne « **estimate** » et nous sert à calculer la C. Il représente la volatilité de notre colonne A et donc d'estimer la marge d'erreur de cette dernière.
- La colonne C : « **t value** » est la représentation sur une loi normale standard de l'**estimate**. Elle est calculée comme colonne A/B et nous permet de calculer la colonne D
- La colonne D : « **Proba** » est la probabilité de se tromper sur l'**estimate** et qu'il soit en réalité égal à 0. Il est surtout important pour la première ligne car il nous permet de savoir avec quel niveau de confiance notre facteur est un nouveau facteur ou juste une combinaison des facteurs classiques. Ici la cellule D1 vaut 9% et donc la probabilité que le facteur flux ne soit pas créateur d'alpha n'est que de 9%.

#### Résultat de la régression entre le facteur flux et les facteurs classiques

		A	B	C	D
		Estimate	Std. Error	t value	Proba
1	Alpha (intercept)	0.03%	0.02%	1.67	9%
2	Growth	-68.65%	4.87%	-14.11	0%
3	Momentum	44.06%	4.34%	10.15	0%
4	Quality	49.14%	6.01%	8.17	0%
5	Value	8.67%	4.89%	1.77	8%

Source : BDL Capital Management et Bloomberg

*Ce document ne doit être ni transmis, ni copié, ni reproduit. Il ne constitue ni une offre d'investissement, ni une recommandation. Un investissement dans un des fonds de BDL Capital Management ne devrait être considéré qu'après consultation du prospectus. Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures. Elles ne sont pas constantes dans le temps et ne font l'objet d'aucune garantie. L'attention de l'investisseur est attirée sur les facteurs de risque du fonds, notamment le risque de perte en capital et le risque action. Les cas d'investissement cités dans cette lettre sont présentés à un instant et ne représentent pas nécessairement les investissements actuels de la société de gestion qui peuvent être modifiés à tout moment. Pour plus d'informations sur les risques et les frais, vous pouvez vous référer au DICI, au prospectus ou contacter votre interlocuteur habituel.*

Lettre de la Gestion  
DURANDAL  
11 mai 2020



En effet, les facteurs ont un Beta important au signal de flux mais retraité de ces éléments nous conservons un Alpha positif et une T-Value de 1.67 qui reste élevée pour une stratégie brute sans optimisation.

## Comportement du signal pendant le choc du Covid19

De plus, si nous nous concentrons sur la période très agitée de la crise liée au COVID19 (nous prenons comme date du 14-02-2020 au 17-04-2020), nous voyons une accélération de la performance.

En effet, sur cette période nous enregistrons une performance de +14% pour la stratégie<sup>1</sup> contre -26% pour le STOXX600 TR.

Cette analyse illustre bien le caractère décorrélant de ce signal technique voire contra cycliques pour des périodes aussi particulières que celle que nous avons vécu ces deux derniers mois.

L'utilisation de plusieurs sources de surperformance, aussi fondamentales que techniques et décorrélantes les unes par rapport aux autres, nous a permis de limiter la baisse de notre fonds et ce malgré la très mauvaise performance du signal Valorisation (-26.80% entre le 27/12/19 et le 24/04/20) qui fait partie de notre sélection.

*Romain Mayer et l'équipe Quantitative  
Lettre achevée le 11 mai 2020*

---

<sup>1</sup> Une stratégie qui n'utiliserait que le signal flux, neutre au marché avec un investissement de 100% des actifs en long et 100% des actifs en short.

---

*Ce document ne doit être ni transmis, ni copié, ni reproduit. Il ne constitue ni une offre d'investissement, ni une recommandation. Un investissement dans un des fonds de BDL Capital Management ne devrait être considéré qu'après consultation du prospectus. Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures. Elles ne sont pas constantes dans le temps et ne font l'objet d'aucune garantie. L'attention de l'investisseur est attirée sur les facteurs de risque du fonds, notamment le risque de perte en capital et le risque action. Les cas d'investissement cités dans cette lettre sont présentés à un instant et ne représentent pas nécessairement les investissements actuels de la société de gestion qui peuvent être modifiés à tout moment. Pour plus d'informations sur les risques et les frais, vous pouvez vous référer au DICI, au prospectus ou contacter votre interlocuteur habituel.*