

Un avenir prometteur

Tout paraît sourire à la gestion alternative. Encore inconnue en France il y a une dizaine d'années, elle est aujourd'hui devenue une réalité pour la majorité des investisseurs institutionnels. Sa proportion encore faible dans les encours totaux augure un potentiel d'expansion important.



Jean-Claude Leconte
Directeur général
Image et Finance

■ Après avoir été longtemps confinée à un cercle d'initiés, la gestion alternative tient le devant de la scène. La presse multiplie les articles, de nombreux investisseurs l'intègrent dans leurs allocations d'actifs, la profession s'institutionnalise et renforce ses moyens et l'autorité de régulation met progressivement en place le cadre réglementaire qui manquait jusqu'alors.

La gestion alternative compte aujourd'hui plus de 7 500 fonds dans le monde, plus de 750 milliards de dollars d'actifs sous gestion (dont une petite centaine en Europe) et connaît un taux de croissance élevé des encours. Ce montant demeure toutefois marginal par rapport à l'ensemble de la gestion collective mondiale, ce qui permet de relativiser les critiques qui ont pu être attribuées à cette gestion dont l'impact sur les marchés ne peut pas être celui que certains ont voulu lui prêter.

La gestion alternative demeure néanmoins complexe. De multiples stratégies relèvent de processus sophistiqués faisant appel à l'analyse fondamentale comme au talent d'hommes de marchés ou de statisticiens mettant en oeuvre des modèles mathématiques qui peuvent aller jusqu'à la prise de décision automatique. Une grande hétérogénéité en résulte et dresser une typologie des fonds est chose difficile d'où, bien plus que dans la gestion traditionnelle, une très grande difficulté à construire des indices représentatifs. Il est vrai que la représentativité de ces indices peut se poser quand on voit les écarts de performances importants qui peuvent exister entre les fonds mettant en oeuvre une même stra-

tégie, sans parler des écarts entre stratégies, d'un mois sur l'autre et d'une année sur l'autre. Pour observer ce phénomène, nous avons mis en place un observatoire de la gestion alternative. Il recense les fonds et fonds de fonds émanant de sociétés présentes en France, soit environ 300 fonds et plus de 55 milliards d'euros d'actifs (voir performances des fonds purs dans le tableau).

De cette complexité est née l'une des caractéristiques de la gestion alternative, la place prise par la multigestion, totalement légitime, au contraire de ce qui se passe en gestion traditionnelle. Ainsi, pour aider les investisseurs, des

« À l'avenir, les deux tiers des institutions interrogées envisagent d'effectuer plus des 75 % de leurs investissements alternatifs sans garantie. »

sociétés se sont spécialisées dans l'analyse approfondie des gestionnaires alternatifs, dans la corrélation de leurs résultats aux marchés et entre eux, dans la combinaison des stratégies entre elles et dans son pilotage dans le temps. Ainsi sont nés les fonds de fonds multistratégies, amortisseurs de risques, se substituant à l'investisseur pour le choix des fonds purs. Sur les données de l'observatoire de la gestion alternative, on peut constater pour ces fonds de fonds mul-

tistratégies des écarts encore importants mais moindres puisque les performances vont de - 0,29 % à + 17,05 %. Grâce à la qualité de la sélection et malgré les coûts additionnels, la performance moyenne des fonds de fonds est supérieure à celle des fonds purs.

Une évolution progressive

Le début des années quatre-vingt-dix voit apparaître les précurseurs : Olympia suivi par le Crédit Agricole, la Compagnie Financière, Athéna, et un peu plus tard HDF Finance. Tous optent pour la multigestion à l'exception de CFM (Capital Fund Management). De 1994 à 1999, deux ou trois nouvelles sociétés apparaissent chaque année, avec des gestionnaires comme Barrep ou Alfigestion (Dexia) et, des multigestionnaires comme Financière Atlas ou Lyxor. En 2000, puis en 2001, c'est l'explosion avec près de trente créations d'activité, soit des gestionnaires ajoutant une compétence de multigestion, soit des multigestionnaires se lançant dans la gestion directe. D'une vingtaine d'acteurs fin 1999, on passe à près de cinquante aujourd'hui. Dans ce mouvement, il est à noter que les grandes maisons ont joué un rôle important, toutes étant désormais dotées de la double compétence de gestionnaire et de multigestionnaire.

Face à cette augmentation de l'offre, les investisseurs se montrent friands de gestion alternative. La dernière étude, que nous avons effectuée en 2003, a permis des constatations intéressantes.

Quasi inexistante en 1997, la ges-

tion alternative figure désormais dans nombre d'allocations d'actifs. Ainsi, sur un panel de 128 institutions, représentant plus de 250 milliards _ d'actifs financiers, 60 % d'entre elles détenaient des actifs alternatifs ou à composante alternative pour un total de 2,2 % de leurs actifs, cette part pouvant monter à 8 % dans le compte propre des banques. Interrogés sur leurs prévisions d'investissement, ces institutions envisageaient d'une part un accroissement de leurs avoirs pouvant dépasser pour certaines catégories 60 %, et d'autre part une évolution de leurs modes d'investissement.

Schématiquement on peut dire que les institutionnels sont venus à l'alternatif au travers de produits structurés et de monétaires dynamiques à moteur alternatif. Un tiers d'entre eux détient des produits garantis qui représentent 50 % de leurs investissements alternatifs. Selon les catégories, entre un tiers et la moitié des institutionnels ont des « monétaires alternatives » qui pèsent entre 30 et 50 % des investissements en alternatifs. Mais, à l'avenir les deux tiers envisagent d'effectuer plus des 75 % de leurs investissements alternatifs sans garantie.

Ayant observé le comportement des fonds sous-jacents et celui des stratégies utilisées comme moteur de performances les institutionnels en viennent à observer les stratégies en direct. En premier lieu, ils vont privilégier la multigestion pour plus de 60 % d'entre eux, par souci de répartition des risques et par incapacité à arbitrer dans le temps entre les stratégies. Dans un deuxième temps, ou concomitamment pour les plus audacieux, ils viendront aux stratégies pures dont ils auront observé les comportements au travers des attributions de performances. Aussi la transparence apparaît comme le facteur clé de succès du développement de la gestion alternative. Ce que certains acteurs ont mieux compris que d'autres...

Un contexte favorable

L'environnement est propice au développement de la gestion alternative pour trois raisons.

Tout d'abord, si on observe la place relative de la gestion alternative dans le total de la gestion d'actifs aux États-Unis ou dans les allocations d'actifs des

Performances des fonds purs (au 31 janvier 2004, sur 12 mois)

stratégie	Performance maximum	Performance minimum
Fonds d'arbitrages	26,85 %	-11,40 %
CTA	13,63 %	- 24,75 %
Long/short	16,30 %	- 0,18 %

Source : Image et Finance

investisseurs par rapport à l'Europe, il est incontestable que des marges importantes de développement existent, notamment en France. Les institutionnels y sont ouverts, comme en témoigne l'apparition des premiers appels d'offre alternatifs en 2003, la décision prise par certaines IRP (Institutions de Retraite et de Prévoyance) d'ouvrir leurs allocations à de tels investissements ou la réflexion en cours à l'Agirc-Arrco sur une évolution du règlement financier. De même, la gestion privée devrait s'ouvrir progressivement à l'alternatif. Le potentiel de développement est important si l'on observe ce qui se passe en Suisse. Alors qu'en France la part de l'alternatif, quand elle existe, ne dépasse guère 2 à 3 %, elle atteint fréquemment 20 %, voire plus en Suisse.

« L'autorité de régulation doit rester attentive à ne pas pénaliser les acteurs français par des restrictions incompatibles avec la liberté qu'implique la gestion alternative. »

La deuxième raison tient à la complexité des institutionnels face à ce qui s'est passé depuis quatre ans. Pour la plupart investis en gestion benchmarkée, pour des raisons de confort et pour suivre les conseils des consultants, ils n'ont pu que constater des résultats peu conformes à leurs besoins. Pour beaucoup, acheteurs de gestion active, l'indice n'était qu'un outil d'analyse de performances. Ils se sont retrouvés avec un benchmark transformé en allocation effective et figée. Sans doute va-t-on se diriger progressivement vers des délégations de type « core-satellite », qui verront se juxtaposer de pures gestions de Bêta, pour une part plus ou moins importante de l'allocation stratégique, et

une recherche d'Alpha. Dans celle-ci la gestion alternative sous ses deux formes (de gestion directe et de multistratégies ou de gestion à objectif de performance référencée et de performance absolue) a toute sa place aux côtés de la gestion traditionnelle plus active. Le récent appel d'offre d'un institutionnel va bien en ce sens puisqu'il associe de la gestion à faible « tracking error » (TE), de la gestion à TE minimum imposée et qu'en parallèle la décision a été prise d'investir en alternatif. Il est intéressant aussi de constater que certaines des caractéristiques des produits de gestion alternative comme les valorisations plus espacées, les délais de préavis et les frais de gestion variables, sont désormais pleinement acceptées.

La troisième raison provient de la nouvelle légitimité que la réglementation en cours d'élaboration va introduire. Dès aujourd'hui, même si plusieurs points restent à éclaircir, les fonds de fonds alternatifs sont une réalité, avec un statut reconnu. Bientôt la gestion alternative directe, comme l'est déjà la gestion de dérivés de crédit, sera possible avec des marges de liberté actuellement interdites en droit français. Tout cela est positif à condition que l'autorité de régulation reste attentive à ne pas pénaliser les acteurs français par des restrictions incompatibles avec la liberté qu'implique ce type de gestion. Par exemple, il est dommage que les fonds de fonds ne puissent à l'heure actuelle investir que dans des fonds listés, ce qui n'est nullement une garantie, hormis celle d'avoir accès à un nombre limité de fonds, pas forcément parmi les meilleurs.

Comme le disait le président d'une banque privée, « la réglementation qui se met en place nous semble à la fois floue et contraignante. Elle risque d'aboutir à un ersatz de gestion alternative avec tous les inconvénients et sans les avantages ». Il ne faudrait pas que le marché français réitère pour la gestion alternative ce qui s'est passé pour les Sicav à compartiments. ●