

«Un élément de réduction du risque global d'un portefeuille»

■ Comment expliquez-vous le succès que connaît la gestion alternative depuis quelques mois ?

L'environnement des marchés financiers et, partant, la politique d'investissement des grands clients, institutionnels ou personnes physiques, ont considérablement changé au cours des ces huit dernières années. Nous sommes passés d'un contexte de taux d'intérêt élevé à une situation où les taux ont beaucoup baissé, principalement en raison de la convergence en Europe. La plupart des institutionnels sont des investisseurs extrêmement *risk adverse* pour lesquels les classes d'actifs obligataires et monétaires représentaient jusqu'à 80 % de leurs avoirs, notamment les caisses de retraite ou les compagnies d'assurance. Confrontés à l'évolution des marchés, ils ont dû trouver des véhicules d'investissement différents pour leur permettre de viser les rendements d'autrefois.

Structurellement un besoin pour une classe d'actifs intermédiaires a vu le jour, dont le principe était d'essayer de générer, sur des durées de moyen terme, des rendements à peu près équivalents à ceux du marché actions, mais avec un risque nettement inférieur. La gestion alternative a répondu à ce besoin et c'est grâce à ce changement d'environnement qu'un métier qui était très confidentiel il y a quelques années sur la place de Paris en est venu à être un métier phare dans le domaine de l'*asset management*.

Les deux dernières années ont d'ailleurs renforcé l'intérêt de cette classe d'actifs. 1999 a été une année de crash obligataire, après 1994 qui avait

La gestion alternative est en pleine expansion. Le changement des conditions de marché explique en grande partie son succès.

Contrairement à certaines idées reçues, elle n'est pas risquée. L'innovation est un élément capital de sa pérennité.

déjà été très violent dans ce domaine. Dès 1994 les investisseurs avaient pris conscience que les marchés obligataires n'étaient pas des placements de bon père de famille, en tout cas pas dénués de risque. 1999 a renforcé l'idée que les taux peuvent être dangereux.

De plus, alors que nous avons connu des marchés actions haussiers, qui dans une certaine mesure avaient pu aider les investisseurs à faire passer l'idée d'investir une petite part de leur portefeuille en actions, la dégringolade du Nasdaq de 65 % à partir du printemps 2000 et en l'espace de 12 mois, et celle des marchés actions traditionnels avec un CAC en baisse de 17 à 18 % depuis le début de l'année, ont confirmé que le risque sur les marchés actions est extrêmement difficile à appréhender. L'incertitude quant à la volatilité est aussi un facteur déterminant : c'est un fait de dire la volatilité est élevée, c'est autre chose de ne même pas la connaître. Elle est aujourd'hui de 70 % sur le Nasdaq mais il est impossible d'appréhender si elle va atterrir, rester durablement à 70 %, ou augmenter encore.

C'est donc la capacité de proposer des objectifs de rendements absolus dans le cadre d'une volatilité maîtrisée qui fait le succès de la gestion alternative.



MARC SERAFINI

Directeur commercial

Barep Asset Management

■ Les acteurs dans le domaine de la gestion alternative sont nombreux. Quels sont les critères qui les différencient ?

Le premier élément est celui des moyens mis en œuvre. La finance n'est pas différente des métiers industriels : au fur et à mesure qu'ils mûrissent, les moyens à engager pour être performants deviennent de plus en plus significatifs. Dans ce domaine, seules les grandes maisons ont les moyens de mettre en œuvre les flux d'information nécessaires à la captation de performances, les systèmes de contrôle des risques qui permettent d'appréhender correctement la gestion des leviers, car l'ensemble de ces gestions est fondé sur des effets de levier,

“Des inefficiences sont repérées à un instant donné, progressivement exploitées, et puis elles disparaissent pour réapparaître ailleurs.”

plus ou moins importants. Une entité comme Barep Asset Management avec 6,5 milliards d'euros sous gestion, ne compte pas moins d'une centaine de collaborateurs dans les départements de back-office, de middle-office, de contrôle des risques

et de l'informatique, qui sont totalement dédiés aux équipes de gestion. Des gérants indépendants ne sont pas capables de bénéficier d'un tel niveau de service.

■ Cela veut-il dire que les gérants indépendants sont dangereux ?

Nous sommes arrivés au stade de cette industrie où la concentration est inéluctable. Les indépendants étaient viables à une époque où ces métiers étaient relativement peu connus et la conscience de l'importance du contrôle des risques peu présente dans l'esprit des investisseurs. Aujourd'hui, indépendamment de la qualité des performances, le contrôle des risques est essentiel. Les clientèles institutionnelles ont bâti en interne des systèmes d'analyse de risques globaux sur les portefeuilles et n'acceptent plus d'avoir des partenaires qui ne sont pas capables de suivre les gestions de cette façon.

Un autre élément à prendre en compte est la capacité à gérer en direct des fonds. Au cours des dernières années, la multi-gestion s'est fortement développée, y compris dans les métiers alternatifs. Nous avons d'ailleurs parti-

cipé à ce mouvement, mais nous n'avons pas commencé par ça et l'essentiel de nos activités reste la gestion de fonds purs.

■ La multiplication des intervenants ne risque-t-elle pas de tuer la gestion alternative ?

Le cœur de la réponse, c'est l'innovation. Quand nous avons commencé à parler en France des fonds de futures au début des années 1990, tout le monde nous a regardé comme des extra-terrestres : en quoi pouvait-on en avoir besoin ? Ces fonds ont cependant eu un succès gigantesque. Charge aux gérants de continuer à inventer des concepts qui seront les sources de la performance de demain.

■ Comment se construisent ces produits innovants ?

On en revient au cycle industriel : la finance n'est pas différente. Des inefficiences sont repérées à un instant donné, progressivement exploitées, et puis elles disparaissent pour réapparaître ailleurs. Le critère pour déterminer si un sous-jacent peut devenir durablement un véhicule de performance en gestion alternative, est de savoir s'il répond à un besoin durable d'acteurs de l'économie réelle. C'est parce que nous avons répondu affirmativement à cette question, que nous avons lancé au mois de juin 2000 un fonds alternatif investi sur les dérivés climatiques et d'assurance.

Les problèmes de couverture sur les taux et les changes sont réglés depuis les années 1980 grâce aux marchés dérivés sur ces instruments. Le risque climatique naturel est la dernière variable sur laquelle les entreprises peuvent intervenir pour poursuivre le lissage de leurs résultats. Investir sur des instruments dérivés qui couvrent un risque de température ou des instruments de titrisation de risques de catastrophes, de cyclones ou de tremblements de terre présents dans le bilan de compagnies de réassurance est une démarche nouvelle, complètement décorrélée des évolutions des marchés financiers traditionnels. Le gisement de gain et de plus-value est fabuleux.

■ Quelle est la part consacrée à la gestion alternative dans un portefeuille investisseur ?

Cela dépend du niveau de risque que souhaite prendre l'investisseur. Il existe plusieurs façons de packager un même sous-jacent alternatif.

- La première méthode est de vendre des fonds purs : c'est la Ferrari, elle est difficile à piloter mais file à 300 à l'heure. Elle s'adresse à la catégorie de clients qui est la moins risk adverse, par exemple des personnes physiques fortunées, qui ont une partie significative de leur portefeuille dédiée depuis fort longtemps aux actions.

- La deuxième façon de commercialiser la gestion alternative est de la diluer : le portefeuille comprend une partie monétaire avec un risque zéro et une petite partie de dynamisation de performance via l'alternatif. C'est ce que recherchent typiquement les trésoreries *corporate* dans des situations de marché où les taux courts sont bas ou en baisse, par exemple en janvier 1999 lorsque l'Eonia est passé en dessous de 3 %.

- Enfin la gestion alternative peut être vendue sous forme de véhicules structurés avec garantie contractuelle sur le capital sur une durée de moyen terme. Beaucoup d'institutionnels comme les compagnies d'assurance ou les caisses de retraite ont souscrit : la volatilité de ces produits varie entre 4 et 6 % et les rendements visent deux fois ceux de l'obligataire. Ces véhicules peuvent représenter 25 à 30 % du portefeuille parce que les niveaux de risque et de volatilité ne sont pas supérieurs à ceux de l'obligataire.

■ Pour certains la gestion alternative reste pourtant synonyme de gestion risquée ...

Aux Etats-Unis, qui représentent 80 % des encours de la gestion alternative, ce sont les personnes physiques qui ont souscrit en premier. Globalement cela ne gênait pas ces investisseurs d'avoir des taux de volatilité à 25 %, soit l'équivalent d'une volatilité action, voire supérieurs. Ils cherchaient des performances de 30 % par an et acceptaient dans cette perspective d'avoir certaines années à -15 % ou -20 %, donc un profil de risque/rendement très particulier, mais conforme à la culture anglo-saxonne qui, traditionnellement, a toujours eu beaucoup plus d'actions en portefeuille que nous. Cela explique la propension qu'ont les gérants alterna-

tifs américains à avoir des niveaux de volatilité bien supérieurs aux nôtres et à notre culture européenne.

Certains investisseurs sont restés sur cette image des *hedge funds* américains, très risqués. Nous devons mener en France une action pédagogique : dès le départ, nous avons construit nos fonds dans une logique de volatilité relativement faible. Nous sommes pour une gestion alternative en France sous une forme plus sûre, dans une logique risk adverse de faible volatilité. La gestion alternative est un élément de réduction du risque global d'un portefeuille, non seulement par l'aspect décorrélation mais aussi par un risque plus faible : nous sommes traditionnellement 4 à 6 fois moins volatils et moins risqués que des fonds actions.

■ Comment va évoluer le marché dans les prochaines années ? Avez-vous de nouveaux produits dans les cartons ?

Nous croyons que la gestion alternative appliquée aux marchés actions a de beaux jours devant elle, parce que ces derniers ont beaucoup déçu, et les investisseurs, plus qu'autrefois, ont besoin de substituer aux véhicules actions traditionnels des véhicules alternatifs appliqués à ce type d'actifs. Les sous-jacents actions comme ceux liés aux fusions-acquisitions ou aux nouvelles technologies recèlent sans aucun doute un fort potentiel. Nous commercialisons dans le courant de l'automne un fonds conçu pour tirer parti des inefficiences du marché actions par différentes stratégies d'arbitrage.

Nous poursuivrons également sur les dérivés climatiques et d'assurance. Enfin notre troisième créneau, même si c'est un domaine ancien, est celui des fonds *futures*. Adaptés à l'environnement actuel, ces véhicules demeurent de forts vecteurs de performance. ■

“Il existe plusieurs façons de packager un même sous-jacent alternatif.”

Propos recueillis par E. C.