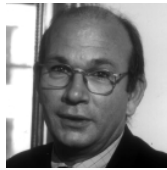


Comment apprécier les risques d'une gestion financière ?

L'investisseur institutionnel prend un risque sur la société de gestion et le dépositaire. Le premier peut être appréhendé au travers de la maîtrise d'un mix de la gestion traditionnelle et quantitative. Le second est plus délicat à prendre en considération.



Didier Sorel
P-DG
Abacuse Assets
Management

Comment un investisseur choisit-il une société de gestion ? Il n'existe pas de système formalisé d'évaluation des sociétés de gestion. Les critères pris en considération sont en général la notation des fonds eux-mêmes ou l'adossement dont peut se prévaloir la société de gestion. La première consiste en fait à apprécier les différents actifs qui composent le fonds, ce qui exclut une appréciation de la qualité intrinsèque de l'intermédiaire. La seconde n'est pas un gage de performance ou de maîtrise du métier.

Il est vrai que cet exercice est délicat, mais on peut néanmoins intégrer d'autres éléments d'appréciation. L'un d'entre eux est le type de gestion financière pratiquée : traditionnelle ou quantitative.

La démarche du gérant traditionnel repose sur son expertise

La gestion traditionnelle est fondée essentiellement sur des éléments subjectifs et qualitatifs. La démarche du gérant repose sur son savoir-faire, son expertise des marchés, sa capacité d'analyse et d'anticipation. Le comportement du fonds est étroitement lié à la personnalité du gérant. Celui-ci est in-

fluencé par l'évolution des marchés et se distingue des «quantitativistes» en période de fortes fluctuations des marchés (particulièrement à la baisse) : le gérant traditionnel est toujours acheteur ; si le marché évolue à la hausse, il suivra le marché. En revanche, si le marché s'oriente à la baisse, le gérant traditionnel se distingue des «quantitativistes» par son appréciation subjective des marchés. Il aura tendance à «désensibiliser» ses positions plus rapidement, les modèles ayant une inertie plus ou moins grande. La pertinence des analyses financières et la sérénité de l'organisation seront des gages de bonnes performances.

Cette méthode, qui pourrait être qualifiée d'empirique, permet de suivre le marché sur lequel l'investisseur décide de se positionner à court ou

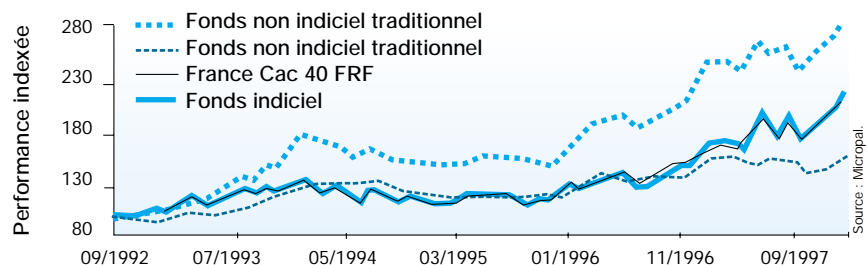
moyen terme. Mais il est rare de constater une régularité sur longue période des performances des portefeuilles issus d'une telle gestion.

La rigueur statistique du gérant quantitatif indiciel

De ce constat est née la gestion quantitative qui recouvre aujourd'hui une multitude de processus de gestion plus ou moins sophistiqués. Ces méthodes sont apparues sous l'influence de plusieurs facteurs : modernisation des techniques, nouvelle approche de la gestion des actifs financiers, modification de l'environnement de la gestion. Aujourd'hui la gestion quantitative est majoritairement utilisée au sein des sociétés de gestion, mais de nombreuses techniques fort différentes les unes des autres sont mises en œuvre. Du traitement de l'information à la prise de décision finale, les éléments subjectifs prennent moins d'importance. On distingue deux principaux styles de gestion : la gestion passive et la gestion active.

La gestion passive ou indicielle consiste à reproduire les performances et le risque de l'indice de référence quel que soit l'horizon de placement. En d'autres termes, le but de cette mé-

① Valeur ajoutée d'une gestion traditionnelle



thode de gestion est de quantifier la performance et la volatilité de l'investissement. En achetant l'indice au travers d'un portefeuille géré selon les méthodes indicielles, on élimine le risque lié à la sélection de valeurs. Cette première approche de la gestion quantitative présente un avantage en termes de coûts (gestion, courtage). Comme le gérant ne fait aucun pari, la performance brute de sa gestion devrait être très proche de celle de l'indice. Cette forme de gestion n'exige pas de compétence particulière sinon de la rigueur statistique, et ne génère que très peu de transactions.

La gestion indicielle est encore peu développée en France, et reste concentrée dans les mains d'un petit nombre de spécialistes. Mais l'apparition récente des produits structurés, offerts par les grandes maisons de courtage et par les salles de marchés des banques, préfigure des évolutions à venir et pourrait progressivement remplacer toute forme de gestion indicielle réalisée par les sociétés de gestion.

La gestion active fondée sur la modélisation

A l'opposé on trouve les techniques d'une **gestion dite active ou dynamique**. Celle-ci consiste à battre l'indice de référence et par conséquent de faire mieux qu'une gestion indicielle.

Les choix d'investissement sont issus de travaux d'analyse des données, de modèles statistiques. Le gérant n'est plus uniquement un spécialiste de la finance. Il est également de plus en plus souvent un actuinaire, ou aussi un spécialiste du traitement informatique des données. L'allocation d'actifs déterminée par les travaux de modélisation du gérant peut se révéler au final assez éloignée du panier de valeurs constituant l'indice de référence du marché. Investir dans des proportions qui ne sont pas celles d'un indice peut se révéler être un bon choix ①, mais peut

s'avérer négatif : le fonds investi sur le marché américain ② se comporte en réalité sur longue période plus comme un produit investi sur l'Europe. Lors du changement de tendance de marché, les modèles enregistrent l'information avec plus ou moins de retard. L'ajustement se fait progressivement. La valeur ajoutée d'une telle gestion repose sur la qualité du modèle, c'est-à-dire la stabilité des paramètres dans le temps et la qualité des informations données, notamment les prévisions.

Noter le dépositaire

Le principal risque couru sur une société de gestion porte bien sur la qualité du produit en termes de risque/performance. Une surveillance périodique permet de les maîtriser une fois réalisée l'allocation optimale.

La réduction du risque global s'obtient en diversifiant les méthodes de gestion utilisées. Un portefeuille optimal est un mix de gestions traditionnelle et quantitative afin d'une part, de suivre le marché de référence et d'autre part, de profiter de la valeur ajoutée des gérants sur certains marchés.

En revanche, le risque pris sur le dépositaire est plus difficile à maîtriser. En témoignent des incidents passés comme la faillite de la charge d'agents de change Tuffier Ravier ou plus récemment celle de la banque Pallas Stern. L'enjeu est tel qu'il ne nous semblerait guère prudent de confier des fonds à un gestionnaire, même excellent, s'il fait appel à un dépositaire médiocre. Or il n'existe, en dehors des obligations et des engagements définis par la Cob sur la fonction de dépositaire, aucune notation des dépositaires. Certains peuvent avoir un *rating* mais celui-ci leur est attribué à titre d'émetteur et ne juge pas leur qualité en tant que dépositaire.

Ainsi plutôt que noter les sociétés de gestion, il nous paraît plus judicieux de définir des critères d'appréciation des dépositaires. Le chantier reste à ouvrir. ■

② Adéquation de la gestion quantitative

