

EN DEUX MOTS Le principe de gestion adopté par la Cancava est celui d'une gestion core satellite qui s'articule autour d'un noyau de gestion passive, en

partie réinternalisé, et d'une gestion complémentaire active déléguée. Les gestionnaires ont dû s'adapter (cf. interview de Gilles Glicenstein, BNP PAM p. 61).

GESTION D'ACTIFS

LES ENSEIGNEMENTS TIRÉS D'UNE ANALYSE DE LA GESTION DÉLÉGUÉE



Frédéric Lagier

Directeur financier
Cancava

Les études menées par la Cancava (Caisse autonome nationale de compensation d'assurance vieillesse des artisans) sur son portefeuille actions de 1,5 milliard d'euros l'ont conduite à s'interroger sur les avantages de la délégation de gestion.

En 2004, la Cancava (encadré 1) publie un rapport de 113 pages consacré à l'évaluation de sa gestion déléguée d'actifs actions. Les conclusions en sont tranchées : aucun fonds n'a surperformé le benchmark (glossaire) et les constats sur le respect, par les gérants, des engagements réglementaires ou contractuels sont mitigés. La Caisse se sépare alors de la plupart de ses gestionnaires et lance un nouvel appel d'offres. Mais l'expérience de la Cancava ne se limite pas à cette réorganisation drastique de sa gestion d'actifs actions, elle est aussi l'occasion de réfléchir sur l'externalisation de la gestion, ses contraintes et la stratégie qu'elle implique.

UNE RÉORGANISATION LANCÉE DÈS 1999

La vaste opération de réorganisation de la gestion de la Cancava débute en réalité dès 1999. Le porte-

feuille de la Caisse représente alors 1,4 milliard d'euros, gérés directement et indirectement (notamment par le biais de fonds de fonds) au travers de pas moins de 198 OPCVM de toutes natures : monétaire, monétaire tilté, diversifié, action... Outre la prolifération des placements, il devient de plus en plus difficile de déchiffrer les *reportings* : plus de deux mois sont nécessaires pour parvenir à évaluer globalement les seuls frais de gestion payés !

La décision est alors prise de restructurer la gestion, pour aboutir, en 2001, à un appel d'offres lancé auprès des gérants. Un délai de trois ans leur est ensuite laissé, avant de faire un point d'étape en 2004 grâce à la mise en place d'un *reporting* d'emblée structuré.

JANVIER 2004 : PREMIERS CONSTATS

La première constatation est que les fonds des différents gérants ont globalement un comportement semblable, c'est-à-dire des *tracking errors* (TE) proches et concentrées par rapport aux marges de manœuvre fixées par l'investisseur. La deuxième constatation est la performance négative par rapport au benchmark (l'alpha). Le troisième constat est que la gestion déléguée se trouve en dehors de "l'univers théoriquement possible de la gestion" déterminé par l'in-

vestisseur (encadré 2). La théorie simplifiée veut qu'une fois la TE fixée, l'alpha des gérants ne devrait pas s'écarter de plus de deux fois la TE : or c'est le cas de six fonds sur dix.

Face à ce constat, des facteurs explicatifs ont été cherchés, puis des actions correctives mises en place au travers d'une nouvelle organisation.

FACTEURS EXPLICATIFS DE LA CONCENTRATION ET DE LA FAIBLESSE DES TE

En 2001, la réglementation française imposait à la Cancava de ne souscrire que des fonds ayant au moins 50 % de valeurs françaises. Ces textes ont été réformés par un décret du 25 octobre 2002. À l'époque, augmenter la diversification des placements nécessitait la constitution de fonds communs de placement (FCP) conservant 50 % de valeurs françaises et 50 % de valeurs diversifiées mondialement. De ce fait, les gestionnaires recherchés par l'institution étaient des généralistes, compétents sur plusieurs zones. Comme la sélection s'effectuait sur des critères de légitimité (de *track record*), de moyens (matériels et humains) et de sécurité (surface des gestionnaires), seuls les acteurs les plus importants pouvaient être choisis. Ce phénomène a été aggravé par la mise en

place d'un reporting lourd et complexe, que seuls les gestionnaires de très grande taille étaient en mesure de fournir.

Ainsi les dix gérants de la Cancava géraient à eux seuls 10 % de l'ensemble de la gestion européenne. Cela rend les constats effectués représentatifs, mais des grands établissements uniquement.

LE CHOIX D'UNE TRACKING ERRORS EX ANTE

Afin de limiter le coût de l'option gratuite que représentait l'intéressement à la surperformance des gestionnaires, l'institution avait plafonné la TE à 5 %. Or la TE ex ante n'est pas un indicateur déterministe. Les gérants n'en connaissent a priori qu'une estimation basée sur différentes méthodes statistiques. Face à cette incertitude, le gérant global s'octroie une marge d'erreur afin de ne pas dépasser sa limite.

De plus, l'investisseur souhaitait analyser le résultat de chaque gestionnaire par zone géographique. Ceci a favorisé une division du processus de gestion en deux étapes au moins, et la prise d'une marge d'erreur supplémentaire par étape.

Selon les estimations de l'institution, l'accumulation des précautions prises par les gérants pour respecter la contrainte de TE a limité d'au moins un tiers l'espace utile de la gestion.

UN BIAIS DE COMMUNICATION

La Cancava a souhaité communiquer de façon transparente vis-à-vis des gestionnaires. Des informations, certes non nominatives, ont été communiquées pour permettre à ces derniers d'avoir une vision globale de la performance et de la TE des autres gérants. Ces informations leur ont aussi permis de se situer les

«Selon les estimations de l'institution, l'accumulation des précautions prises par les gérants pour respecter la contrainte de TE a limité d'au moins un tiers l'espace utile de la gestion.»

uns par rapport aux autres, voire de lisser leur positionnement, comme si la référence était la moyenne des gérants.

SUBIR LES CONTRAINTES INTERNES DES GÉRANTS

Par ailleurs, certains gestionnaires ajoutaient leurs propres contraintes à celles du client. Afin de limiter le risque (marketing, s'il en est un supporté par le gestionnaire) d'une déviation trop marquée de l'alpha, il est apparu que ce dernier se soumettait à un ensemble de contraintes et/ou de règles de gestion dont le client ne peut avoir connaissance, sauf à réaliser des investigations exorbitantes sur le fonctionnement du gestionnaire.

LES MESURES CORRECTIVES POUR SÉLECTIONNER DES GÉRANTS ACTIFS TYPÉS

Critères de sélection donnant une prime à la taille, gestion de poches internationales cantonnées, limites fixées sur un indicateur non mesurable par anticipation, biais de communication, contraintes internes des gérants qui stérilisent la performance sont autant de facteurs qui expliquent la concentration du résultat des gestionnaires de la Cancava. En réaction, des mesures correctives ont été prises pour affirmer une plus grande différenciation des gérants grâce à un meilleur usage de l'univers de gestion fixé et des paris plus marqués.

■ **Alpha** : pour un OPCVM, l'alpha s'obtient par la différence de performance entre l'OPCVM et son indice de référence (benchmark). L'indicateur doit donc être le plus élevé possible.

■ **Benchmark** : indice de référence d'un portefeuille.

■ **Frais de gestion** : frais récurrents appliqués aux OPCVM qui rémunèrent le service de la gestion collective qui suppose la rémunération des gestionnaires professionnels et de leurs équipes. Ils se mesurent en pourcentage de l'actif géré et sont prélevés directement sur les actifs du fonds.

■ **Frais de transaction** : ils peuvent être de différentes natures : coûts de passage des ordres, courtage exprimé comme une fraction de la transaction effectuée (ou forfaitisé en deçà d'un seuil), droits de garde calculés en pourcentage de la valeur de ce portefeuille.

■ **Gestion quantitative** : mode de gestion qui repose sur un modèle mathématique ou une approche mathématique modélisée. La sélection des titres est alors automatisée.

■ **Gestion growth** : fonds orientés vers les valeurs de croissance (grandes entreprises mondiales en croissance régulières ou PME prometteuses). Les performances peuvent être volatiles.

■ **Gestion value** : fonds orientés vers les valeurs décotées (cours de bourse inférieur à l'actif net par titre). Le pari consiste à conserver les valeurs jusqu'à comblement de la décote.

■ **Impôt de bourse** : il est appliqué à toute transaction au-delà de 7 622 euros. Il est dégressif et calculé comme un pourcentage du montant de la transaction, mais plafonné à 610 euros.

■ **OPCVM tilté** : l'OPCVM peut chercher à dépasser son indice de référence en poussant, par exemple, un titre sous-évalué au-delà de sa pondération normale et en réduisant en face celle d'autres valeurs. Le tout en veillant à ce que la sensibilité du portefeuille aux facteurs macroéconomies (taux, croissance) soit la même que celle de l'indice.

■ **Small cap (small capitalization)** : entreprises de petite ou moyenne taille dont la capitalisation boursière ne dépasse pas quelques dizaines de millions d'euros (500 millions est le seuil communément admis). Elles peuvent découpler de taille, ce qui est plus difficile à envisager pour des valeurs de grande envergure.

■ **Tracking error** : marge constatée entre la performance d'un OPCVM et celle de son indicateur de performance. Plus la tracking error est faible, plus le fonds se comporte comme son indice de référence.

■ **Track record** : historique des performances d'un fonds.

■ **Volatilité** : mesure de la propension des cours d'un actif à varier fondée sur une étude statistique des cours du support. Plus la volatilité d'un OPCVM est élevée, plus il est considéré comme risqué.

Sources : Dictionnaire de la gestion collective, Gérard Blandin, Séfi Edition ; Parler bourse en 2000 mots, Didier Vitrac, Gualino Editeur.

DES CRITÈRES QUI NE FAVORISENT PLUS LES GRANDS GÉRANTS

La première action corrective a été d'éviter de fixer des critères de sélection ou d'évaluation donnant implicitement une prime à la taille. Cela a été rendu possible par la disparition de la contrainte réglementaire d'investissements en valeurs françaises. Ainsi la Cancava a pu sélectionner des gestionnaires qui se distinguent par leurs spécificités, et peuvent n'avoir de légitimité que sur une seule zone, un seul type de valeur ou un seul style de gestion : gérants quantitatifs, (*top down, bottom up, value, growth, small cap*)...

EXTERNALISATION DES REPORTINGS

L'organisation interne a été modifiée, en externalisant les reportings complexes à un prestataire unique et spécialisé. Ainsi les gérants peuvent se consacrer à leur vrai métier : la gestion. De plus, cette orientation correspond à une tendance généra-

REPÈRES

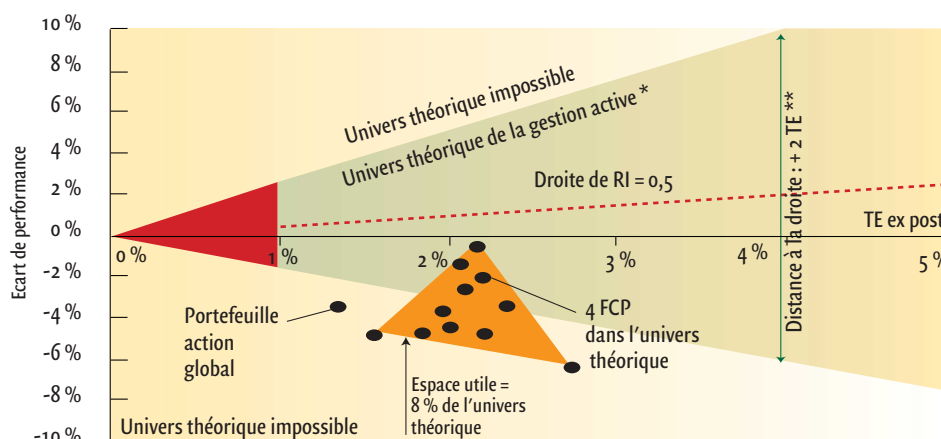
1. La Cancava

■ Cancava est la caisse nationale du régime des assurances vieillesse des artisans, qui assure aux travailleurs indépendants de l'artisanat, la retraite de base, la retraite complémentaire obligatoire et l'invalidité - décès. Elle regroupe des services centralisés tels que la direction générale, la

direction juridique, les services informatiques et la direction financière.

■ Nombre d'assurés : 540 000 cotisants
Réseau : 30 caisses régionales, 2 caisses professionnelles (métiers de bouche, coiffure-esthétique), 1 caisse nationale, 54 délégations nationales.

2. L'UNIVERS DE LA GESTION DE LA CANCAVA : AVANT LA RÉORGANISATION DE SA GESTION



* Alpha suit une loi normale centrée sur 0,5. ** TE d'écart type TE.

le d'externalisation, par les gérants eux-mêmes, de cette fonction.

Le prestataire sélectionné, IXIS Administration de fonds, est un établissement spécialisé dans la comptabilisation. Il n'y a là aucune incompatibilité compte tenu du fait que le reporting de la Cancava se fonde essentiellement sur des données comptables, et que les investissements réalisés par le prestataire garantissent la couverture des demandes spécifiques. Pour le reste, la Cancava assure en interne l'essentiel des calculs d'indicateurs de suivi et d'analyse du résultat des gestionnaires.

ABANDON D'UN PLAFOND DE RISQUE

Le deuxième point a été d'abandonner le critère de TE ex ante comme plafond de risque. Parallèlement, des critères ont été instaurés qui imposent aux gérants de marquer, en fonction de leur style, leurs paris de gestion. Il leur a donc été demandé, soit de prendre un nombre réduit de valeurs dans leurs fonds, parce que cela contraint le gérant à faire des paris de gestion plus visibles, soit d'accepter un objectif de TE supérieur à 5 %, mesuré a posteriori.

Ces propositions, notamment la première, ont été diversement accueillies : mettre un nombre réduit de valeurs dans un portefeuille peut être en contradiction avec les règles internes des gérants.

« Éviter de fixer des critères de sélection ou d'évaluation donnant implicitement une prime à la taille. »

ACHAT ET VENTE À DÉCOUVERT

Autre élément pour inciter les gérants à marquer les paris : permettre d'acheter ou de vendre à découvert, dans la limite des contraintes réglementaires. La logique est simple : si un gestionnaire apporte de la valeur en achetant les titres qui présentent un potentiel de surperformance, pourquoi ne pas lui laisser la possibilité d'en acheter un peu plus par des achats à découvert mais dans une proportion limitée (10 %). De même, parce qu'un gestionnaire doit savoir vendre un titre, pourquoi ne pas lui permettre de céder les valeurs dans lesquelles il ne croit pas et qu'il ne détient pas, par des ventes à découvert, toujours dans une proportion limitée (10 %).

Il sera intéressant d'observer si les gérants sauront utiliser les possibilités nouvelles qui leur sont ouvertes, ou si quelque contrainte interne les en empêchera.

UNE GESTION CORE SATELLITE

Supprimer le plafonnement du risque a priori, en favorisant les paris de gestion, ne peut cependant se faire sans avoir pris la précaution de réduire globalement la TE du portefeuille de l'institution, en créant une centrale d'inertie, qui jouera le rôle d'un amortisseur de TE : un portefeuille de 900 millions d'euros a été créé pour être géré de manière pas-

4. Les gérants sélectionnés

■ **Gestion active Europe grandes valeurs** : Franklin Templeton, Sinopia, Fidelity, Edmond de Rothschild Asset Management.

■ **Gestion Europe, petites et moyennes capitalisations** : Oddo et Lazard Frères.

■ **Gestion active États-Unis** : SGAM (un des rares à être resté de notre ancienne gestion), Edmond de Rothschild, Axa Rosenberg, Loomis (filiale américaine de la CDC).

■ **Gestion active Japon** : BNP PAM (deuxième ancien gestionnaire maintenu), Lazard Frères et Axa Rosenberg.

■ **Gestion passive Europe**, Lyxor.

■ **Gestion passive États-Unis et Japon**, State Street.

trevoir une marge de négociation significative.

IV. Les mesures correctives pour améliorer les performances

Face à cette accumulation de coûts plus ou moins perceptibles, la gestion passive permet globalement une meilleure maîtrise des frais de gestion, notamment sur le PF géré en interne : une étude théorique menée en interne et confirmée par quatre mois de pratique montre que le coût de revient de la gestion passive interne est de cinq à dix fois inférieur à celui de la gestion passive déléguée. Ainsi, la baisse des coûts générée par les gestions passives permet largement de compenser la hausse induite par la réduction des portefeuilles actifs et le recours à des spécialistes. Sur l'ensemble du portefeuille actions, ces coûts sont passés de 0.30 % à 0.27 % TTC, soit une économie de 10 %.

DES FRAIS SOUS SURVEILLANCE

Par ailleurs, les frais de transaction sont désormais sous surveillance, et l'institution s'efforce d'imposer aux gestionnaires soit des plafonds, soit des objectifs de frais de transactions moyens, sans pénaliser la rotation du PF. Les négociations restent difficiles. Les intermédiaires sollicités par l'investisseur pour baisser ces tarifs se sont montrés souvent réticents. La crainte qu'une réduction

sive et absorber les chocs de volatilité. Ainsi l'institution a mis au point une gestion core satellite de ses encours : le PF actions géré de manière passive permet aux gérants des FCP actifs de prendre des paris marqués sans déstabiliser le PF actions global (encadré 3).

La gestion passive, soit environ 60 % du PF actions de la Cancava, a été ventilée en deux lots : le PF passif international Europe, États-Unis, Japon (400 millions d'euros) fait l'objet d'une gestion déléguée ; le PF passif France (500 millions d'euros) est géré en interne, car reproduire un benchmark de 40 ou 50 valeurs sur la France est simple et économique. Le PF restant, géré de façon plus active, représente environ 40 % du PF actions de l'institution, qui représente lui-même 40 % du PF global, toutes valeurs confondues. Le PF actions actif se répartit aujourd'hui sur 15 FCP, ce qui signifie que même si chacun d'entre eux n'était constitué que d'une valeur, celle-ci pèserait moins de 1 % de l'actif total. Perception que les gestionnaires délégués ont du mal à appréhender.

UNE COMMUNICATION TRÈS PRUDENTE

Enfin, des précautions seront prises lors des réunions de gestion pour évi-

ter tout discours qui permettrait aux gérants de se situer les uns par rapport aux autres, et tout propos qui puisse être interprété comme une imixtion dans la gestion. L'indépendance des gestionnaires est ainsi garantie, et la performance de la gestion leur est entièrement attribuable.

FACTEURS EXPLICATIFS DU CONSTAT DE LA FAIBLESSE DES PERFORMANCES

Le deuxième point porte sur les alphas, qui affichaient en 2004 une performance négative par rapport au benchmark. Une des premières causes répertoriées vient des frottements qui érodent la performance : frais de gestion bien sûr, mais aussi frais de transaction et impôts de bourse. Ces deux dernières catégories de coûts représentaient sur trois ans, 1,3 fois les frais de gestion.

UNE DIVERSIFICATION EXCESSIVE

Premier constat surprenant, une dispersion trop forte des actifs peut augmenter le poids de l'impôt de bourse dans des proportions significatives. Malgré la taille de la poche "France" confiée à chaque gérant (de 50 à 60 millions d'euros), la transaction moyenne sur cette zone était de 293 000 euros, soit 0,05 % de l'encours. L'éparpillement des transactions fait que, même avec un impôt de bourse plafonné à 610 euros par transaction pour un investisseur institutionnel, le poids de ces frais a atteint 0.20 % de l'encours sur la France, alors que le taux moyen des frais de transactions moyens était de 0.15 %. Autre constat surprenant sur les frais de transactions : un même intermédiaire tarifait les gestionnaires dans une fourchette qui allait de 1 à 4, en moyenne par gestionnaire (pas sur une transaction donnée). Ce qui laisse en-

« Reproduire un benchmark de 40 ou 50 valeurs sur la France est simple et économique. »

GESTION ACTIONS

3. Le portefeuille de la Cancava

■ La nouvelle organisation de la gestion actions :

• **gestion passive interne France** : 500 millions d'euros (objectif : alpha > -0.02 % et tracking error < 0.2 %).

• **gestion passive déléguée** : 400 M€, 3 fonds communs de placement (objectif : alpha > -0.25 % et TE < 1 %).

• **gestion active déléguée** : 800 M€, 15 fonds communs de placement (objectif : RI > 0.5 % et TE > 5 %).

accordée sur les transactions d'un portefeuille ne s'étende à toutes les transactions effectuées par le gestionnaire l'ayant emporté. La parade est peut-être, en amont du processus, de sélectionner directement l'intermédiaire avec lequel l'investisseur souhaite indirectement travailler. En dehors de ces éléments, rien ne semble pouvoir augmenter la performance à risque égal. La seule source de valeur ajoutée, même si elle n'est pas certaine, vient du pari de gestion. Il est donc primordial de libérer le potentiel des gérants tout en neutralisant le risque global de l'investisseur : c'est l'apport de la gestion core satellite.

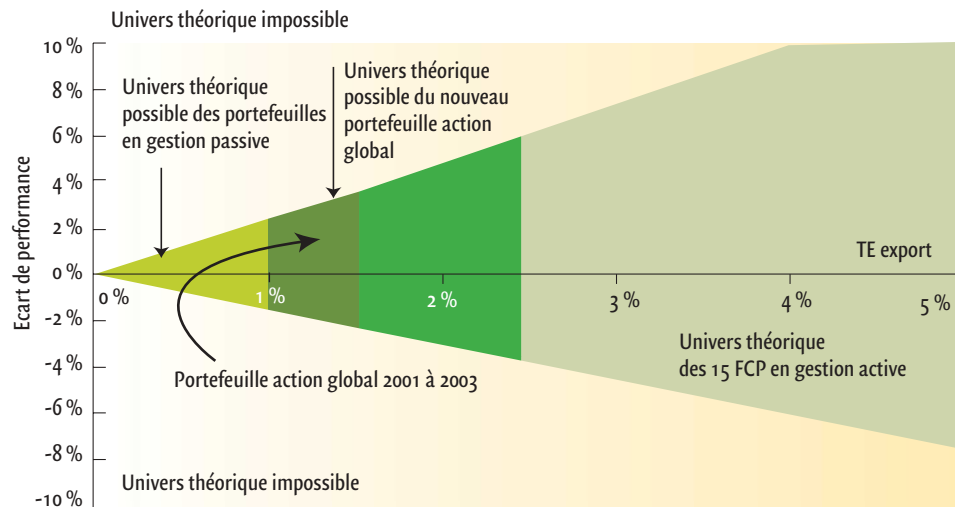
LES DÉSAGRÈMENTS SYSTÉMIQUES DE LA DÉLÉGATION

Enfin, l'étude menée en 2004 a mis à jour certaines caractéristiques inhérentes à la délégation, qui peuvent être considérées comme des désagrèments systémiques de ce mode d'organisation.

LE POIDS DES RÈGLES INTERNES

À l'image des anciens gestionnaires qui n'ont pas su distribuer entre leurs gestionnaires de poche le surplus de TE absorbée par le phénomène de diversification, il n'est pas certain que l'institution saura convaincre ses nouveaux gestionnaires actifs de se libérer de leurs règles internes pour renforcer des paris que le portefeuille global amortira sans peine. Car seul l'investisseur institutionnel dispose de l'information et de l'indépendance nécessaires à la mesure et à la gestion du risque financier global induit par son allocation d'actif.

5. L'UNIVERS DE LA GESTION DE LA CANCAVA : APRÈS RÉORGANISATION DE SA GESTION



Bien que le gestionnaire soit un prestataire qui ne supporte pas le risque financier de son client, ce message passe difficilement.

UN HORIZON DE GESTION RÉDUIT

Autre conséquence structurelle de la délégation : le morcellement du temps.

La principale source de rémunération d'un investisseur est son horizon de placement. Une institution qui dispose d'un horizon de vingt-cinq ans peut réaliser des placements à risque plus élevé. Mais le faire au travers d'une délégation obère une partie significative de ce potentiel de richesse, dans la mesure où un blanc-seing ne pouvant être donné au gestionnaire, son horizon est au mieux de trois à cinq ans.

Il est probable en réalité que cet horizon soit plus court encore, car chacun sait que la vie d'un établissement est jalonnée d'événements récurrents qui rythment et structurent leur activité : établissement des comptes annuels, prélèvement des frais de gestion variables, publication de comptes

« Une sélection de nouveaux gérants, clairement plus diversifiée en termes de profils, a été établie. »

intermédiaires voire la sortie des classements hebdomadaires des FCP. S'ils permettent d'en garantir la réactivité, il est à craindre qu'ils réduisent significativement l'horizon de leurs décisions en termes d'investissement. Quel gérant peut s'offrir le luxe d'un pari gagnant à cinq ans, mais incertain à court terme.

CONCLUSION

À la suite de cet état des lieux courant 2004, un appel d'offre a été relancé. Une sélection de nouveaux gérants, clairement plus diversifiée en termes de profils, a été établie (encadré 4) avec l'objectif d'avoir un univers de gestion active compris dans des TE variant entre 5 et 10 (encadré 5).

Il n'est pas encore possible de dire si les mesures correctives joueront bien leur rôle. Une question se dégage : n'est-il pas devenu plus complexe, sur certaines zones, de connaître et choisir un gérant que de choisir en direct des actions, même si cela conduit à adopter des méthodes systématiques ! Un autre débat en perspective sur les bénéfices de l'externalisation... ■