

# LE POINT DE VUE DU GESTIONNAIRE

## LES GÉRANTS NE SONT PAS OPPOSÉS À LA PRISE DE RISQUE

BNP PAM fait partie des gérants de la Cancava reconduits après l'appel d'offre de 2001 (cf. article de Frédéric Lagier p. 56). Gilles Glicenstein reconnaît l'intérêt des travaux menés par la caisse mais il n'en partage pas toutes les conclusions.

### INTERVIEW

La Cancava a remplacé sa délégation de multiples gestions diversifiées par des gestions spécialisées, fondées sur une approche core satellite. Dans son nouveau mode de gestion, une plus grande liberté de manœuvre est donnée aux gérants qui sont incités à mieux marquer leurs paris de gestion.

#### ■ L'appel d'offres de la Cancava se différencie-t-il de celui d'autres investisseurs institutionnels ?

L'approche core satellite, que l'on observe depuis plusieurs années à l'étranger, se répand à présent en Europe continentale. La Cancava est parmi les premières grandes institutions à se lancer, mais le Fonds de réserve des retraites ainsi que les caisses Agirc et Arrco se sont aussi engagés dans ce processus. En revanche, le choix de la Cancava de gérer en interne une partie du portefeuille en passif et en taux, est plus

inhabituel. Dans la majeure partie des cas, même la partie passive est déléguée.

#### ■ Quelles sont les raisons qui expliquent cette évolution ?

À l'origine, ce sont principalement des raisons réglementaires qui expliquent le choix par ces institutions de gestions diversifiées. Les réglementations ayant été modifiées, les institutions, parce qu'elles ont aussi plus de moyens et des personnels plus techniques, ont considéré qu'il était plus intéressant d'être impliquées directement en construisant elles-mêmes un portefeuille global. Ceci ouvre le champ à une diversification plus grande, notamment en allant chercher des spécialités pointues comme des *small caps*...

#### ■ Que pensez-vous de la demande de l'investisseur à ses gérants, de marquer plus clairement les paris de gestion ?

Le fait de marquer des paris de gestion correspond à la volonté d'avoir une espérance de surperformance suffisamment importante pour justifier une délégation un peu sophistiquée.

Cela étant, à l'origine, les gérants de la Cancava, dont BNP PAM faisait partie, avaient une politique à mener dans un cadre assez restrictif : la manière dont les portefeuilles étaient construits conduisait à suivre les risques non seulement du portefeuille global, mais aussi de chaque poche (géographique...). Par ailleurs, les gérants étaient comparés les uns aux autres. La prise de risque et les pa-



Gilles Glicenstein

Directeur général

BNP Paribas  
Asset  
Management

ris n'étaient donc pas nécessairement clairement incités. Dans son nouveau mode de gestion, la Cancava a eu à cœur de rendre de la liberté aux gérants en organisant différemment la délégation.

#### ■ Pensez-vous également que la *tracking error ex ante* n'est pas un indicateur facile à utiliser ?

La *tracking error ex ante* est une mesure du montant des risques que vont

prendre les gérants sur le portefeuille. En réalité, elle est très difficile à estimer. Nous savons calculer une *tracking error ex post* avec précision, alors que la *tracking error ex ante* va être fonction d'un grand nombre d'hypothèses : volatilité des instruments, structure du portefeuille... Le calcul n'est pas aussi précis et se rapproche plus d'une estimation. Ainsi d'une maison à l'autre, les définitions peuvent être différentes et comme les sociétés s'engagent par contrat, il est vrai que des limites trop strictes de *tracking error* ont pu conduire à prendre peu de risques. Mais c'est aussi parce que ces limites étaient assez réduites : il est possible de les élargir. Globalement, les défauts soulignés de cet indicateur sont justes, mais il reste nécessaire d'encadrer la liberté des gérants. Il me semble que la bonne réponse est d'élargir les risques autorisés et de spécialiser davantage les gestions.

#### ■ Pourtant la Cancava s'est affranchie de cet indicateur...

Celle-ci considère le risque global de son portefeuille en partant d'une constatation : l'addition des contraintes, de chaque gérant, de chaque poche, du portefeuille global, aboutissait à un résultat très peu risqué. En raisonnant sur le portefeuille de l'institution pris globalement et compte tenu de sa structure, celle-ci s'est fixée à elle-même des limites de risque plus étroites. Même si elle ne demande pas aux gérants de gérer en *tracking error*, la Cancava continue de suivre le risque de son portefeuille global.

#### ■ Que pensez-vous du souhait de l'investisseur de ne pas supporter les contraintes internes des gérants, notamment en matière de prises de risque ?

Je ne partage pas entièrement ce point de vue. Les gérants ne sont pas opposés à la prise de risque, d'autant

moins qu'ils gèrent l'argent des clients. Chaque société de gestion sait que la gestion des actifs de la clientèle doit s'accompagner d'un certain nombre de règles, notamment pour préserver les résultats.

En revanche, elle fait très attention à satisfaire les attentes du client. En ce qui concerne le fonds de la Cancava, si sa première stratégie était plutôt centrée sur la maîtrise des risques, au vu des résultats, elle a estimé que trop de maîtrise des risques réduisait la performance et n'était pas son intérêt. Elle a donc repris à son compte cette problématique des risques, et demande en revanche à ses gérants de se focaliser sur la performance.

#### ■ Quels sont vos commentaires sur la lourdeur des coûts : frais de gestion, mais aussi frais de transaction et impôts de bourse ?

L'impact de la transaction, c'est-à-dire du moment où le gérant achète un titre, ne se mesure pas exclusivement par les frais de courtage. Cela comprend également d'autres éléments, plus difficiles à appréhender et qui tiennent à la qualité d'exécution. Un ordre peut être exécuté à différents moments de la journée, notamment quand il s'applique à des valeurs peu liquides. Il peut être exécuté au plus haut ou au plus bas de la journée, ou au-dessus de la moyenne constatée au cours de la journée, et pas uniquement par rapport au cours de clôture. Cela peut avoir un impact significatif sur la performance : les frais de transaction peuvent se situer entre 10 et 20 points de base, mais l'écart sur le cours d'une valeur, selon le moment de la négociation, peut être bien plus important.

#### ■ Peut-on trouver des indicateurs qui permettent de suivre la qualité de négociation ?

Il existe un indicateur connu, que nous n'utilisons pas nécessairement : le WAP (*weighted average price* ?), c'est-

« L'impact de la transaction, c'est-à-dire du moment où le gérant achète un titre, ne se mesure pas exclusivement par les frais de courtage. »

à-dire le prix moyen pondéré des transactions sur le marché dans une période. Il permet de savoir si un ordre a été exécuté à un prix plus intéressant que le prix moyen des transactions. Mais des discussions perdurent sur la fiabilité de cet indicateur.

Par ailleurs, pour un certain nombre de nos gestions, nous faisons auditer la qualité de nos exécutions par des organismes extérieurs comme Plexus. Nous le faisons pour nous, et le cas échéant cela fera partie du dialogue à avoir avec nos clients.

#### ■ Un horizon de temps plus limité vous semble-t-il également un "désagrément systémique" de la délégation de gestion pour un investisseur institutionnel ?

C'est un sujet important mais sans réelle solution. Un horizon de gestion très long permet d'investir sur certaines classes d'actifs ou de prendre un délai plus important pour évaluer les performances. En même temps, l'investisseur reconnaît lui-même qu'il n'a pas la possibilité vis-à-vis de ses mandants d'attendre dix ans pour estimer une gestion. Son institution a en principe un horizon de temps long, mais la réalité pratique l'oblige à vérifier sur un délai plus court si les performances sont satisfaisantes.

Une partie des performances décevantes observées par la Cancava sur les gestions actions entre 2000 et 2004 est liée au fait que beaucoup de gestions des grandes maisons, qui étaient ses choix d'origine, ont été confrontées à la sous-performance des grandes valeurs de croissance par rapport à la moyenne du marché. Cette période du cycle économique n'a pas été probante ; sur une plus longue période, de 1995 à 2004, les résultats auraient été peut-être plus justes et meilleurs. ■

Propos recueillis par Elisabeth Coulomb