



# MINI GUIDE DE LA GESTION POUR COMPTE DE TIERS OU CE QUE VOUS AVEZ TOUJOURS VOULU SAVOIR SUR LA GESTION D'ACTIFS

JEAN-FRANÇOIS BOULIER \*

CARLOS PARDO \*\*

**L**a gestion pour compte de tiers, ou gestion déléguée - avec des capitaux gérés de l'ordre du PIB mondial, soit 35 trillions de dollars - est au centre du financement des économies modernes, qui se caractérisent par des transferts de risques croissants dans un contexte de foisonnement d'innovations financières. Pourtant, d'un point de vue institutionnel, ce secteur d'activité reste relativement mal connu, voire souvent identifié à un seul produit, les OPCVM (Sicav ou FCP). D'où l'idée d'écrire ce mini guide, pour tenter de répondre à ceux qui cherchent à comprendre les « ficelles » et la terminologie d'un métier où, à côté de la technicité du processus de gestion, la personnalité du gérant joue un rôle fondamental. Minimaliste et nullement exhaustif, ce mini guide décrit et, dans certains cas, définit les notions de base, souligne l'existence de techniques ou d'innovations propres au métier, et explicite le cas échéant certaines des principales particularités de la gestion déléguée par rapport aux autres activités financières. En résumé, cet essai a pour vocation de

\* Responsable de la Gestion de taux euro et crédit, CAAM et Président de la Commission techniques de gestion (AFG).

\*\* Directeur des Études économiques, AFG.

Les auteurs remercient Pierre Bollon, Thomas Valli et Patrick Vlaisloir de l'AFG (Association française de gestion financière), ainsi que Christian Walter, de PricewaterhouseCoopers, et Servane Pfister, de l'AEF, pour leur lecture critique et constructive de cet article. Les erreurs ou omissions restent, bien entendu, celles des auteurs.



rappeler avec force modestie quelques clés qui nous semblent indispensables à la compréhension d'un métier en pleine expansion employant plus de 30 000 personnes. Le dynamisme des entreprises de gestion d'actifs et la richesse des relations qu'elles entretiennent avec leurs fournisseurs, leurs distributeurs et leur environnement de contrôle a conduit à spécialiser nombre de fonctions qui ont chacune développé leurs terminologies propres, souvent empruntées à l'Anglais.

Puisse ce guide être le témoin de ce dynamisme et de cette richesse et permettre à tous ceux qui s'intéressent à ce métier essentiel d'en trouver les mots-clés. Une trentaine d'entrées thématiques et un index structurent ce guide. Comme tout guide, il peut être consulté librement, mais nous conseillons de commencer, notamment pour les lecteurs « les moins avertis », par l'entrée « gestion pour compte de tiers » ou « sociétés de gestion » afin d'appréhender directement certaines des particularités institutionnelles de ce métier.

#### **Allocation d'actifs** *ou l'histoire d'une fusée à plusieurs étages*

L'allocation d'actifs<sup>1</sup> correspond aux deux premières phases de tout *processus de gestion* (qu'il s'agisse de *gestion diversifiée* ou de *gestion spécialisée*). Premier acte, qui, en général, précède la délégation d'une gestion, l'allocation stratégique consiste à répartir un portefeuille en grandes *classes d'actifs*. Elle dépend essentiellement de l'horizon de placement, mais aussi de l'appréciation des risques (ou aversion au risque) de l'investisseur. Phase suivante, l'allocation tactique, elle, inclut essentiellement les processus de recherche, d'analyse et de gestion. Dépendant du mode d'organisation de chaque société de gestion, réunis en comité d'investissement, les gérants, les analystes et les négociateurs<sup>2</sup> - souvent accompagnés de stratégestes, économistes... - déterminent les secteurs, les valeurs et les maturités à privilégier ou à écarter en fonction du scénario central retenu et des spécificités de chaque titre. Troisième étape, moyennant la *sélection de titres*, ou d'un (des) indice(s), ils construisent alors le portefeuille effectif, spécifique à chacun des fonds, en tenant compte de leurs objectifs et de leurs contraintes. Puis en fonction de leurs anticipations et des recommandations des analystes, le gérant fait évoluer les portefeuilles.

#### **Assurance de portefeuille** *ou comment préserver le capital investi en limitant la perte en capital*

Technique de gestion qui consiste à maintenir la valeur des fonds au-dessus d'une garantie. Du fait qu'elle tronque sur la gauche la distribution de la rentabilité globale, cette technique vise aussi bien à limiter le risque de perte qu'à préserver une partie de la rentabilité positive (Boulier et Dupré, 2002).



### **Autorité des Marchés Financiers (AMF) ou le régulateur qui veille à la protection des investisseurs**

En France, la réglementation financière est assurée par cet organisme public, indépendant et doté de la personnalité morale. En sus de l'agrément des acteurs de la gestion pour compte de tiers, sociétés de gestion et prestataires de services d'investissement (PSI)<sup>3</sup>, l'AMF a pour mission de veiller à la protection de l'épargne investie dans les produits financiers et dans tout autre placement donnant lieu à appel public à l'épargne, à l'information des investisseurs, ainsi qu'au bon fonctionnement des marchés financiers. Il dispose pour cela d'une autonomie financière. Ses activités sont souvent développées en concertation avec les professionnels de la gestion.

### **Benchmark ou le besoin impérieux de repères pour les investisseurs**

Poisson pilote des gestions « à performance relative », le benchmark est un indice ou combinaison d'indices de référence servant à mesurer la *rentabilité* d'une gestion par rapport à un objectif prédéterminé (par exemple, la rentabilité du CAC 40, du S&P 500, ou d'un panier de valeurs ou indices...). Lorsque le benchmark constitue un objectif de gestion, il doit figurer de manière explicite dans la notice d'information remise aux souscripteurs de fonds. La plupart du temps, les gestions définissent un ratio connu sous le nom de *tracking error ratio*, lequel renseigne sur la probabilité que la rentabilité du fonds s'écarte de la rentabilité de son *benchmark*. Plus ce ratio est proche de zéro, plus le fonds évolue de concert avec son *benchmark*. À titre d'exemple, un fonds indiciel actions aura en règle générale une *tracking error* de 1 % à 2 % maximum. (Aftalion et Poncet, 2003 ; Boulier et Dupré, 2002).

### **Classes d'actifs ou les briques de base de la gestion**

Terme utilisé pour dénommer les types de valeurs mobilières ou autres instruments financiers dans lesquels investit un fond : actions, obligations, *dérivés*, instruments monétaires, immobilier, matières premières... On assimile parfois les fonds à *gestion alternative* à des classes d'actifs, alors même qu'il s'agit plutôt de techniques et, plus précisément, de stratégies de gestion.

### **Classification AMF ou une manière de refléter l'exposition aux risques des OPCVM**

Pour renseigner les clients sur l'exposition aux risques selon leur sous-jacent dominant, et à des fins de comparaison, tout *OPCVM* est classé par l'AMF. Cette information doit impérativement figurer dans les documents de commercialisation du produit. Ainsi, l'AMF distingue



pour les OPCVM les catégories et sous-catégories (entre parenthèses) suivantes : actions (françaises, zone euro, européennes et internationales), obligations (zone euro et internationales), monétaires (zone euro et internationales), diversifiés, fonds à formule, fonds de fonds alternatifs. Bien entendu, il existe bien d'autres classifications de fonds issues surtout de sociétés commerciales spécialisées dans la mesure des *performances* et/ou la *notation* : Europerformance, Standard & Poor's, Morning Star...

**Commissions et frais** *ou la modeste rémunération des services de la gestion déléguée*

Les clients, qu'ils soient institutionnels ou individuels, s'acquittent directement - en règle générale - de quatre types de frais. Des frais d'entrée (ou commissions de souscription), qui peuvent être fixes ou dégressifs en pourcentage du capital détenu (ou actif net), sont versés aux distributeurs lors de la souscription de parts ou actions d'OPCVM. Ils servent la plupart du temps à rémunérer les réseaux de distribution. Pendant la vie du contrat, exprimées en pourcentage de l'actif net et variables selon le type de gestion, des commissions de gestion sont prélevées. Elles permettent de rémunérer la gestion du fonds. De moins en moins pratiqués, des frais de rachat peuvent être prélevés, la plupart au titre de pénalités, lorsque le client ne remplit pas ses engagements en termes de durée (par exemple dans le cas des fonds à formules ou garantis où un certain niveau de rentabilité est assuré contractuellement par l'intermédiaire). Enfin, de manière plus spécifique, et surtout dans les fonds à gestion *alternative*, une commission liée à la performance peut être payée par les investisseurs aux gestionnaires.

Soulignons, enfin, qu'une partie des commissions payées par les fonds peut être rétrocédée aux sociétés de gestion. Il s'agit essentiellement de commissions de mouvement ou de frais liés à la négociation des titres, assises sur les transactions de titres effectuées par la société de gestion pour le compte du fonds.

**Démarchage financier et commercialisation** *ou comment responsabiliser la distribution et le conseil*

Le démarchage financier consiste à se rendre au domicile ou à la résidence des personnes, ou sur leurs lieux de travail, ou dans des lieux publics en vue de conseiller la souscription, l'achat, l'échange ou la vente de valeurs mobilières ou une participation à des opérations sur ces valeurs. Sont également considérées comme activités de démarchage, les offres de services faites ou les conseils donnés par l'envoi de lettres ou circulaires ou par communications téléphoniques. Une réforme de la loi sur le démarchage a eu lieu. C'est dans ce cadre-là que voit le jour en



France le statut de conseiller en investissements financiers (CIF), professionnel qui exerce à titre habituel une activité de conseil sur la fourniture d'un service d'investissement, d'un conseil en gestion de patrimoine, la réalisation d'une opération de banque ou sur instruments financiers. Cette profession récemment réglementée doit être enregistrée auprès de l'AMF, souscrire une assurance de responsabilité civile professionnelle, adhérer à une association professionnelle représentative... Ces CIF feront partie de la liste des personnes habilitées à procéder à des opérations de démarchage tout en assumant une responsabilité en matière de conseil.

**Déontologie** *ou comment la profession contribue à la discipline de marché des acteurs*

Ce terme désigne la fonction qui vise à assurer le respect des règles contractuelles, légales ou réglementaires des gestions. Fonction obligatoire dans les *sociétés de gestion de portefeuille* françaises, le déontologue (*compliance officer* en anglais et de plus en plus traduit en français par le terme « conformité ») a essentiellement pour mission la mise en place, la surveillance et le contrôle des règles de bonne conduite. Cette fonction s'accompagne d'un rôle de conseil et de pédagogie à l'égard des unités opérationnelles et les responsables des sociétés de gestion, ainsi que de coordination avec le contrôle externe. Le déontologue assure la traduction pratique du Code de déontologie mis en place par la profession ou l'établissement lui-même. Des règlements de déontologie, spécifiques aux différents types de OPCVM et aux mandats, sont édictés par l'AFG<sup>4</sup> depuis plus de 15 ans. Approuvés par l'AMF, et mis à jour régulièrement, ces codes permettent d'assurer l'autodiscipline des membres de la profession. Ils doivent être respectés par tous les acteurs du métier, qu'ils soient adhérents ou non à l'association, en tant que règles de Place.

**Dépositaire** *ou l'histoire d'un mécanisme efficace de protection des investisseurs*

Parmi les mécanismes de régulation mis en place pour protéger les épargnants investissant dans des OPCVM, celui du dépositaire est fondamental (cf. schéma en annexe). Le dépositaire est investi par la loi de deux missions principales : la conservation des actifs et le contrôle de la régularité des opérations de l'OPCVM et de la *société de gestion*. En accord avec le principe de conservation, les sommes et les avoirs confiés à des sociétés de gestion sont tenues par un dépositaire<sup>5</sup> et non pas par la société elle-même. Ceci permet une identification claire des biens propres ou capitaux propres de la société de gestion et des actifs revenant aux investisseurs. Ainsi, en cas de faillite - découlant par exemple d'une



exploitation déficiente - les pertes concernent au premier rang les patrimoines des gestionnaires eux-mêmes, et non pas ceux des investisseurs. La pratique générale dans les pays européens exige une séparation de la gestion et de la conservation d'actifs dans des établissements juridiquement distincts ou, à défaut, l'obligation de ségrégation des actifs. Le contrôle de la régularité des opérations d'OPCVM par le dépositaire porte essentiellement sur le respect des règles d'investissement - mentionnées dans le prospectus simplifié - et des ratios réglementaires, la classification des OPCVM, l'établissement de la valeur liquidative... En fin de compte, moyennant une rémunération de leurs services, les dépositaires se voient imposer un certain nombre de contraintes et de responsabilités qui font d'eux un acteur efficace de contrôle des opérations et de la dispersion des risques tels que définis dans le prospectus.

#### **Dérivés (produits-) ou l'un des outils dynamisant la gestion des risques en portefeuille**

Un instrument dérivé est un contrat financier portant sur un actif financier (le sous-jacent) conclu entre deux parties sur les marchés de gré à gré ou organisés. Deux catégories de contrats existent : les contrats futurs (ou *forward*), qui sont des engagements d'achat (ou de vente) à terme, et les options (ou *warrants*), qui sont conditionnelles. Les gérants de portefeuilles utilisent les produits dérivés dans plusieurs situations : pour exposer leurs portefeuilles (Future CAC 40 par exemple en attente d'investissement en titre) ; pour les protéger (vente du dollar à terme pour couvrir le risque de change) ; pour ne profiter que des hausses (achat de *call* sur actions dans les fonds structurés)... Les produits dérivés se sont beaucoup développés dans les marchés financiers depuis 30 ans en partant de contrats de matières premières, métaux, pétrole, agriculture, climatiques... Les montants notionnels portent en 2005 sur environ 150 trillions de dollars. Les plus gros volumes portent sur les instruments de taux (*swap* de taux d'intérêt), mais ils concernent les actions, les devises, le crédit (dont les dérivés de crédit) et même au-delà. Toutes les catégories de fonds sont concernées, y compris les fonds monétaires pour la gestion du risque de taux, mais leur utilisation peut être soumise à certaines contraintes réglementaires : explicitation dans le prospectus, ratio d'engagement... (Boulier et Dupré, 2002).

#### **Diversification des portefeuilles ou le dernier « repas gratuit »**

D'après le vieil adage selon lequel « il ne faut pas mettre tous les œufs dans le même panier », la diversification apparaît comme un « remède » simple et naturel contre la concentration des risques. C'est l'une des activités clés du métier. Si les bienfaits de la diversification sont indiscutables, la détermination du nombre optimal de titres ou de fonds à



inclure dans un portefeuille reste un problème complexe, et plus particulièrement dans le cas de la multigestion. Et de surcroît lorsque celle-ci est alternative (Lhabitant, 2004).

### **Due Diligence** *ou comment s'assurer de la qualité du gestionnaire*

Analyse quantitative et qualitative, réalisée en général par l'investisseur institutionnel avant tout placement relativement complexe, la *due diligence* consiste à passer au peigne fin les principaux éléments constitutifs d'un fonds ou d'une société de gestion : bilan, comptes de résultats, stratégies et styles gestion, historique du gérant... Lors de cette analyse, des rencontres avec le gérant (ou l'administrateur du fonds) et ses équipes s'avèrent également indispensables (Capocci, 2004 ; Lhabitant, 2004).

### **Efficacité informationnelle** *ou l'histoire d'un concept qui façonne le comportement des gérants*

Selon cette théorie, toute l'information du marché est intégrée tôt ou tard dans les cours des actifs. Mais, l'abondance d'informations et le nombre d'investisseurs actifs rendent les marchés imprévisibles à court terme. On ne peut donc battre les marchés avec certitude. À long terme, en revanche, les rentabilités des classes d'actifs sont en rapport avec leurs risques. Pourtant, les prix de marché peuvent temporairement s'écarter de leurs valeurs d'équilibre fondées sur la rationalité financière. C'est vrai notamment pendant les crises, ou lorsque des « modes » s'installent. Ceci dit, la théorie de l'efficacité informationnelle (terme traduit de l'anglais *efficiency*) des marchés est au centre d'une véritable « querelle » entre deux écoles... ou plutôt deux et demie. Dit de manière simplifiée : pour celle qui prône une gestion indicielle pure, les marchés étant efficaces, les choix de titres n'apporteraient pas grand-chose ; au contraire, pour celle adepte de la gestion active *stricto sensu* - c'est-à-dire la gestion alternative -, qui, bien évidemment, rejette l'hypothèse d'efficacité des marchés, le talent du gérant permet non seulement d'exploiter des opportunités sur les marchés, mais aussi de favoriser la découverte des prix. La vie étant complexe, ceux privilégiant les gestions actives benchmarkées, celles indicielles « tiltées » (cf. Politique d'investissement), se placent au milieu de ces deux « écoles » et occupent dans les faits un vaste milieu de terrain. C'est dans ce contexte que certains auteurs font référence à la *gestion alternative* en tant que stratégies dissidentes par rapport aux gestions faisant référence à un quelconque indice, étalon ou *benchmark* (Jacquillat et Solnik, 2002 ; Walter, 1996).

### **Gestion alternative** *ou l'histoire d'une contre-culture*

Véritable vecteur de dissidence, la gestion alternative est souvent définie par opposition aux gestions traditionnelles, dont les portefeuilles



sont la plupart du temps benchmarkés et/ou indicées. Mise en place par des gérants qui rejettent l'hypothèse « markowitzienne » d'efficacité informationnelle des marchés, plus que d'une technique de gestion, il s'agit d'un ensemble de stratégies de gestion strictement actives dont l'objectif principal est la recherche d'une performance absolue, souvent - mais pas nécessairement - décorrélée de l'évolution, à la hausse ou à la baisse, des marchés. Nées la plupart du temps des spécialistes issus de salles de marché, selon Lhabitant (cf. dans ce numéro de la REF), les gestions alternatives sont plus proches de la culture du négoce de titres que de celle de la gestion de patrimoine. D'où un certain nombre de traits, qui caractérisent ces stratégies, plus particulièrement une grande flexibilité de gestion par rapport aux gestions traditionnelles : combinaison de positions « longues » (achats) et « courtes » (ventes à découvert), recours intensif aux dérivés - classiques et de crédit - et à l'effet de levier<sup>6</sup>, structures légales et montages spécifiques... En constante mutation, la taxinomie des gestions alternatives est riche et variable selon les auteurs. Toujours est-il, on peut identifier au moins quatre groupes de stratégies (chacune contenant à son tour des sous-stratégies) : *long/short equity*<sup>7</sup> ; *event driven*<sup>8</sup> ; *arbitrage*<sup>9</sup> ; *trading*<sup>10</sup>. Quelle que soit la stratégie adoptée, la gestion alternative prend le plus souvent la forme de hedge funds (85 % des encours alternatifs au niveau mondial). Parmi les autres véhicules de ce type de gestion figurent les *private equity funds* - capital risque, capital développement... - (Lhabitant, 2004).

### **Gestion diversifiée** ou *l'art de la diversification via des profils de risque*

La gestion diversifiée construit des portefeuilles composés des principales *classes d'actifs*, lesquels peuvent à leur tour être diversifiés par zones géographiques, par secteurs, par thèmes, par *styles de gestion* et, pour les produits de taux, par maturités. Il s'agit la plupart du temps de portefeuilles dont le profil de risque est déterminé au préalable : gestions à profil prudent, équilibré, dynamique, agressif...<sup>11</sup> Le processus type de ces gestions peut être essentiellement décomposé en cinq étapes : stratégie d'investissement (opinion des stratégestes sur les grandes classes d'actifs en fonction des analyses macroéconomiques), politique d'investissement (décisions des responsables des gestions sur les grandes orientations d'investissement par classes d'actifs), allocation d'actifs des portefeuilles modèles (construction par les gérants de familles de portefeuilles de référence), allocation d'actifs personnalisée (portefeuilles adaptés aux contraintes des clients) et construction des portefeuilles diversifiés (intégration des contributions des gérants spécialisés dans le portefeuille diversifié.) Par opposition à la gestion diversifiée, celles spécialisées s'intéressent à une seule classe d'actifs (actions, obligations...). Leur processus consiste aussi bien en l'allocation



tion d'actifs (stratégique et tactique, c'est-à-dire les pondérations des sous-classes d'actifs à l'intérieur d'une classe d'actifs) qu'en la *sélection des titres* (Mathis, 2002).

### **Gestion pour compte de tiers** *ou la délégation d'une fonction complexe*

D'un point de vue économique, la gestion pour compte de tiers se définit par la délégation de la fonction d'investissement<sup>12</sup> et de gestion des capitaux et de l'épargne par de nombreux agents diffus, privés ou *institutionnels*, au bénéfice d'une entité spécialisée, la *société de gestion* (cf. schéma en annexe), en contrepartie d'une rémunération (commissions de gestion, frais de souscription...). En effet, la gestion offre aux investisseurs une *diversification* des risques *via* l'expertise de professionnels, l'accès efficace aux marchés avec des économies d'échelle, et des techniques de gestion la plupart du temps inaccessibles en direct pour la plupart d'entre eux. Cette activité se caractérise, en outre, par un fondement juridique, le mandat de gestion<sup>13</sup>, par un cadre législatif et réglementaire strict, qui évolue progressivement de la notion de produit à la notion d'intermédiaire financier à part entière, et dont la *société de gestion de portefeuille* (SGP) représente sa forme institutionnelle la plus courante. Si les SGP sont au cœur du métier de la gestion financière, d'autres acteurs concourent également au déroulement efficace du processus de gestion et à la compétitivité de l'activité. En effet, l'industrie de la gestion vit en symbiose avec tout un tissu de professions : *depositaires*, conservateurs, commissaires aux comptes, valorisateurs, équipes de mesure et attribution de *performance*, etc., pour n'en citer que quelques-unes parmi celles-ci. Les professeurs et chercheurs en économie et finance, ainsi que les régulateurs et les métiers juridiques font également partie de ce que l'on appelle l'écosystème de la gestion.

### **Gouvernement d'entreprise** *ou comment la gestion se constitue en contre-pouvoir*

S'agissant d'un mouvement plus général visant à « domestiquer » le comportement des acteurs économiques, du point de vue des investisseurs, il s'exprime essentiellement par la recherche de modalités visant à assurer et développer l'exercice des droits des actionnaires. Les règlements de déontologie de l'AFG, la loi et le règlement général de l'AMF, imposent que les droits de vote attachés aux titres figurant à l'actif des OPCVM soient exercés, et comportent l'obligation pour le gestionnaire de rendre compte de sa pratique en la matière dans le rapport annuel de l'OPCVM. Pour faciliter cet exercice effectif des droits de vote, l'AFG a pris au moins deux initiatives : un corps de recommandations sur le gouvernement d'entreprise relatives aux assemblées générales et aux conseils d'administration adopté en juin 1998, et



la mise en place d'un programme de veille du SBF 120 en 1999. Ce programme cherche à attirer l'attention des investisseurs, représentés par les gestionnaires et plus particulièrement les sociétés de gestion, sur les projets de résolutions des assemblées générales (AG) des entreprises incluses dans cet indice contrairement aux recommandations de l'AFG, et à les inciter à participer de manière active aux AG. Plus concrètement, ce programme vise à faciliter l'exercice effectif des droits de vote par les gestionnaires, prévus par les Codes de déontologie et rendus obligatoires par la loi sur la sécurité financière (Bollon, 2001 ; Hellebuyck et Vlaisloir, 2004).

### **Investisseurs institutionnels** ou *des acteurs structurellement prêteurs*

Établissements ou organismes structurellement excédentaires, généralement dotés de la personnalité morale, qui placent régulièrement des capitaux, en ayant de plus en plus recours à la délégation de leur gestion, sur les marchés financiers ou immobiliers. Ils recouvrent les fonds de pension, les sociétés d'assurances, les caisses de retraite, les mutuelles, les fondations et, d'une certaine façon, les sociétés de gestion à travers les OPCVM. Certains organismes, dont l'OCDE, y incluent les établissements de crédit. En France, ces acteurs détiennent des actifs dont les détenteurs finaux sont les ménages, d'où le néologisme d'« Individuels », notion qui regroupe les ménages et une fraction importante des actifs détenus par les investisseurs institutionnels au nom de ceux-là. Ainsi, les ménages détiennent en direct moins de 20 % des actifs nets des OPCVM sur le marché français (190 Md€ sur un total de 1100 Md€), mais leur part de marché atteint 65 % des actifs gérés sous forme d'OPCVM (soit 700 Md€) si l'on tient compte de leur détention directe, et indirecte à travers les investisseurs institutionnels.

### **Mandat de gestion discrétionnaire** ou *comment délègue-t-on la gestion des « titres vifs »*

Le mandat de gestion (hors gestion collective, cf. tableau en annexe) est un contrat de droit civil établi après accord entre le gestionnaire et son client, soit *de visu* pour les clients individuels, soit la plupart du temps après appel d'offres dans le cas des institutionnels. Document contractuel, même si certaines clauses doivent obligatoirement y figurer, en France il doit notamment contenir les informations suivantes : la capacité des mandants ; l'univers de placement et les objectifs de gestion ; le ou les *benchmarks* ; le mode de rémunération des mandataires ; les instruments utilisés et, le cas échéant, l'autorisation spécifique d'intervention sur les marchés *dérivés* ; les modalités du *reporting* - dont la fréquence contractuelle est au moins trimestrielle, voire mensuelle en cas d'utilisation des dérivés - et celles de mesure de performances...



### **Multigestion** ou le renforcement des paris « diversifiés »

La multigestion consiste à sélectionner les meilleurs fonds et/ou les meilleurs gérants pour les assembler au sein d'un même véhicule d'investissement. À la *diversification* traditionnelle des placements (classes d'actifs, géographique, sectorielle...), la multigestion répond par la « concentration » de deux « nouvelles » modalités de paris diversifiés : celle des styles de gestion qui se concrétise par la constitution d'un fonds de fonds, produit investissant tout ou partie de leurs actifs dans les meilleurs fonds, et celle des gestionnaires, consistant à sélectionner non pas d'autres fonds mais des professionnels devant gérer une partie ou la totalité d'un portefeuille en vue de construire une offre de « gérants de gérants. »

### **Notation** ou comment évalue-t-on la performance des gestions

La notation<sup>14</sup>, ou rating, des OPCVM a pour objet d'apprécier d'un point de vue quantitatif la régularité de leurs performances et la qualité de leur gestion. L'agence de notation peut aussi procéder à une analyse qualitative qui consiste à évaluer le processus d'investissement, la structure de la société de gestion... La notation peut également porter sur les sociétés de gestion elles-mêmes. Dans ce cas, elle vise à fournir une appréciation indépendante et professionnelle de la capacité de celle-ci à répondre aux exigences, notamment des investisseurs institutionnels dans le cadre de la délégation de la gestion d'actifs. Elle repose sur différents critères dont l'examen de la structure et des moyens, le degré d'indépendance par rapport à la maison mère, la pertinence du processus d'investissement... Les notes attribuées, d'habitude sur 12 mois, peuvent être révisées si un événement majeur intervient au sein de la société de gestion ou dans la vie du produit (par exemple, un changement de gérant...). En France, depuis 2002, quatre syndicats (CGT, CFDT, CGC et CFTC) ont mis en place un système de labellisation de l'offre d'épargne salariale selon un cahier des charges privilégiant les titres des sociétés notées comme étant socialement responsables<sup>15</sup> (cf. Chanu dans ce numéro de la REF).

### **Offre de fonds** ou comment la concurrence pousse à l'innovation

Afin d'adapter les gammes au plus près de la demande des investisseurs, et avec un souci croissant de rationalisation de celles-ci, de nouveaux types de fonds ont vu le jour ces dernières années. Parmi ces nouveaux-nés, soulignons la possibilité ouverte depuis peu de commercialiser des fonds contractuels (fonds pouvant déroger aux règles d'investissement et de dispersion des risques et dont le mécanisme est proche de celui d'un mandat discrétionnaire, mais qui garde les attributs d'un OPCVM - contrôle *dépositaire*, *valorisation* périodique, commissaire

aux comptes...), des fonds à règles d'investissement allégées avec ou sans effet de levier (ARIA et ARIA EL, cf. *OPCVM*). Ces nouveaux types de fonds ouvrent enfin la voie, entre autres, au développement de la gestion alternative en France : aujourd'hui à travers les fonds de fonds alternatifs, et demain peut-être *via* la gestion alternative directe.

Les fonds maîtres-nourriciers, créés en 1998 en France, bien que non coordonnés - c'est-à-dire ne pouvant pas être exportés car sans passeport européen - facilitent l'exploitation des économies d'échelle dans le processus de gestion. En effet, dans ce type de structure, un ou plusieurs fonds (appelés « nourriciers »), de structure juridique totalement indépendante, investissent l'ensemble de leur actif dans un autre fonds (nommé « maître »). Les nourriciers ne peuvent investir dans d'autres actifs que les parts ou actions représentatives du portefeuille du « maître ».

Les fonds à gestion indicielle voient, eux aussi, leur gamme renouvelée avec la création des *Exchange Traded Funds* (ETF), qui peuvent être négociés au cours connu, grâce à la cotation en continu, à la Bourse de Paris depuis début 2001.

De même, les fonds socialement responsables commencent à trouver leur place : ils investissent leurs actifs dans des titres de sociétés sélectionnées *via* une approche extra-financière - qui vient compléter celle de l'analyse financière classique - en adoptant une grille de critères sociaux, écologiques et ou de développement durable. Ils représentent une voie supplémentaire susceptible de renforcer les gestions actives à long terme.

*Last but not least*, la crise du marché actions a accéléré le développement de la demande de fonds à formules. En effet, ce type de fonds qui a largement recours aux produits *dérivés* apporte au souscripteur une performance qui est fonction de la formule adoptée au préalable (par exemple un pourcentage de la performance d'un indice boursier...), avec toutefois la garantie de récupérer la totalité ou une fraction de son investissement (hors droits d'entrée et frais de gestion), ce, à condition de respecter une durée contractuelle. De ce fait, on comprend mieux la taille relativement petite de ces fonds - et celle des fonds garantis - dont la période de souscription est limitée.

#### **OPCVM** ou le moyen d'accéder à une gestion professionnelle et diversifiée

Les OPCVM (Organisme de placement collectif en valeurs mobilières) ont pour vocation de collecter de l'épargne et de l'investir dans des valeurs mobilières (actions, obligations, titres de créances...) selon des critères préétablis dans la notice d'information (rebaptisée prospectus simplifié dans le sillage de la Directive OPCVM III). Ce document synthétise les caractéristiques du produit et il doit être obligatoirement remis à tout investisseur avant souscription. Véritable carte d'identité,



elle décrit les principales informations relatives au produit : identité du gérant, du dépositaire et du promoteur, classification et type de risques pouvant être pris, orientation de gestion, durée de placement recommandée, frais de souscription et de gestion, historique des performances passées effectives...

Les OPCVM offrent la possibilité d'accéder à un portefeuille de valeurs mobilières diversifiées dont la gestion est déléguée à des professionnels agréés et réglementés. Afin de sécuriser l'épargne qui leur a été confiée, ces produits sont soumis à un cadre légal et réglementaire contraignant : ratios de dispersion des risques pour s'assurer de la diversification des investissements ; contrôle permanent du gestionnaire par le *dépositaire* et par le régulateur, contrôle du produit par un commissaire aux comptes, valorisation périodique, transparence des commissions et des frais...

En fonction de l'affectation de leurs résultats, on distingue deux types d'OPCVM : les OPCVM de capitalisation permettent le réinvestissement direct des revenus générés par le portefeuille, alors que dans les OPCVM de distribution, les revenus sont encaissés par les détenteurs des parts. Certains fonds sont mixtes et offrent des titres de capitalisation et des titres de distribution.

En France, il existe deux formes juridiques d'OPCVM<sup>16</sup> : les *SICAV* (Société d'investissement à capital variable), qui émettent des actions, ont la personnalité morale et, de ce fait, peuvent être autogérées (dans la réalité, elles sont presque toujours gérées par des sociétés de gestion), et les *FCP* (Fonds communs de placement) qui sont une copropriété - sans personnalité morale - de valeurs mobilières, divisée en parts, gérée par un intermédiaire (société de gestion ou PSI). On distingue deux types de FCP : ceux « à vocation générale », régis par les directives OPCVM, et disposant la plupart du temps du passeport européen, et ceux « à vocation spécifique » tels les fonds communs de placement d'entreprise (FCPE), les fonds communs de placement à risques (FCPR), les fonds communs de placement dans l'innovation (FCPI), les fonds d'innovation de proximité (FIP), les fonds communs d'investissement sur les marchés à terme (FCIMT)... qui obéissent à une réglementation strictement nationale (cf. tableau en annexe).

Depuis début 2005, il existe en France une nouvelle gamme de fonds à réglementation nationale : fonds à effet de levier (fonds ARIA), fonds contractuels. Du fait que ces fonds sont destinés à la seule catégorie d'« investisseurs qualifiés », ils ne peuvent faire appel public à l'épargne (cf. Offre de fonds).

### **Performance** ou comment évaluer au mieux le couple rentabilité/risque

Terme souvent utilisé à mauvais escient pour désigner le *taux de*



*rentabilité*, la performance doit être entendue au sens large comme un indicateur synthétique incorporant les deux principales dimensions du portefeuille que sont la *rentabilité moyenne* et le *risque*. En substance, la performance permet de mettre face à face la rentabilité moyenne dégagée et le risque subi. Les mesures de performance les plus utilisées sont le ratio de Sharpe et l'alpha de Jensen (Aftalion et Poncet, 2003).

Le ratio de Sharpe mesure la différence entre le taux de rentabilité du fonds ( $R_f$ ) et le taux sans risque ( $T_{sr}$ ), soit l'excès de rentabilité, sur la volatilité du fonds ( $V_f$ ) mesurée par l'écart-types<sup>17</sup>. Plus ce ratio est élevé, meilleure est la performance.

Concept central des gestions actives, l'alpha ou coefficient de Jensen est une mesure relative de la valeur ajoutée ou du talent du gérant. Il mesure la différence entre l'excès de rentabilité du fonds ( $R_f - T_{sr}$ ) et l'excès de rentabilité du portefeuille ou de l'indice ( $R_p - T_{sr}$ ) représentatif du type de fonds analysé multiplié par le bêta (la sensibilité) du fonds par rapport à ce portefeuille ou indice<sup>18</sup>. Un alpha positif indique une surperformance relative, alors qu'un alpha négatif correspond à une sous-performance. Suivant la méthode de calcul de la performance, il existe plusieurs types d'alpha (Grandin, 1998 ; Aftalion et Poncet, 2003).

La mesure de la performance étant possible à travers plusieurs autres indicateurs (ratio d'information, ratio d'efficacité, coefficient de Treynor, les mesures de Graham et Harvey...), on comprend les difficultés souvent rencontrées en matière de présentation de celles-ci de façon cohérente, pertinente et précise. Pour parer à ce problème, en janvier 1999, l'AFG a mis en place un *Observatoire de la présentation des performances et des classements des OPCVM* chargé d'assurer le respect d'un Code de bonne conduite conçu à cet effet. Outre des recommandations d'ordre méthodologique et de principes de gouvernance, ce code approuvé par le régulateur et destiné aux sociétés de gestion comme aux agences de performance et aux médias rappelle, entre autres, que « la présentation d'une performance passée doit être accompagnée d'une mention indiquant qu'elle ne préjuge pas des résultats futurs de l'OPCVM ou du gestionnaire ». En Europe, pour des fins de comparaison des performances, la plupart des pays se conforment actuellement à une version locale des normes GIPS (*Global Investment Performance Standards*).

### **Politique d'investissement** ou le débat sur la « fonction sociale » des gérants

La politique d'investissement désigne l'objectif de gestion du portefeuille. Elle décrit de manière stylisée les modalités qui régissent les principales modifications de la composition du portefeuille. Outre la politique strictement passive de *buy and hold* (cf. Rebalancement) il existe essentiellement deux types de politiques d'investissement.



La gestion indicielle (pure) cherche à répliquer un indice préalablement choisi pour représenter le marché cible. Contre toute idée reçue, cette modalité de gestion, qui veille à conserver une composition proche, voire identique, à celle de son indice n'a pourtant rien de passive. En effet, si les *rebalancements* sont pour ainsi dire automatiques, le gérant, lui, joue un « rôle actif » lors de la sélection des indices. À l'opposé, une politique de gestion active (*stricto sensu*) désigne des rebalancements volontaires de la part du gérant selon des critères qui lui sont propres. Parmi ces approches actives, on trouve essentiellement les gestions fondées sur les techniques suivantes : *top-down*, *bottom-up*, *assurance de portefeuille*, allocation en fonction des valeurs relatives des actifs ou *tactical asset allocation* (TAA)... Les différents types de gestion alternative, dont les *hedge funds*, appartiennent au groupe des gestions actives par excellence. Dans la réalité, entre les deux modèles « purs » sus cités (indiciel et actif), il existe un véritable arc-en-ciel de politiques de gestion « mixtes ». Ainsi, alors que la gestion indicielle « tiltée » (*enhanced index fund*) cherche à faire mieux que l'indice, tout en limitant le risque encouru par rapport à l'indice choisi (notamment par l'introduction d'une dose limitée de *stock picking*), certaines gestions actives font le choix d'un *benchmark*, d'où une certaine « déviation » du principe même de ce type de gestion.

### **Prime de risque** ou le reflet de l'aversion au risque des investisseurs

Dans le long terme, la prime de risque représente le surcroît de rentabilité demandé par les investisseurs pour les actifs risqués. La prime de risque d'un placement est donc égale à la différence entre la rentabilité de ce placement (ou d'un portefeuille) et le taux d'intérêt à court terme (ou taux sans risque). À titre d'illustration, si, à fin mars 2005 le taux à l'émission d'une obligation *high yield* 10 ans est de l'ordre de 7,5 % et celui d'une obligation d'État de la zone euro à 10 ans (notée AAA) est de l'ordre de 3,68 %, alors que le taux sans risque (Eonia) est de 2,06 %, les différences respectives de 5,44 % et 1,62 % représentent les primes de risque de ces deux obligations. De manière approximative, le rapport entre prime de risque et volatilité (ratio de Sharpe) est de l'ordre de 0,3. Ainsi, si un portefeuille d'actions a une volatilité de 20 %, sa prime de risque devrait se situer aux alentours de 6 % ; pour une obligation, ces valeurs seraient respectivement de 5 % et 1,5 %... Il existe, de même, d'autres primes aussi importantes que celle de risque : prime de liquidité, de crédit, d'inflation...

### **Processus de gestion** ou l'art de gérer résumé dans une recette

En réponse à la demande des investisseurs institutionnels et des consultants qui sélectionnent des gérants, les équipes de gestion ont



essayé de décrire leur méthode de gestion au travers de ce que l'on appelle le « processus de gestion ». Ce document décrit l'univers de gestion, la philosophie de la gestion, les principales étapes de décision amenant à la construction (ou la modification) du portefeuille, au suivi et au contrôle du portefeuille, de son risque et de sa performance. Le document mentionne, d'une part, la recherche utilisée en amont, la transcription de cette recherche en expositions dans le portefeuille, et, d'autre part, les moyens humains et les systèmes d'information qui sont mis en œuvre. Une classification élémentaire permet d'identifier deux catégories de processus types : *gestion diversifiée* (ou gestion profilée) et gestion spécialisée.

#### **Rebalancement** *ou le choix d'une discipline de base*

Opération de gestion, qui consiste à réajuster régulièrement la composition d'un portefeuille afin d'assurer des poids constants, ou presque. Il s'agit d'une des stratégies de base de la gestion, connue sous le nom de *constant mix*, qui s'oppose à celle de *buy and hold* où une fois les titres achetés, le gérant attend la maturité du fonds pour tout revendre. Dans la première stratégie, le gérant vend régulièrement (ou rebalance) les actifs qui ont été les plus rentables pour acquérir ceux qui l'ont été moins ; dans la seconde, où le gérant est foncièrement passif, plus l'horizon de placement est long, plus le fonds tend à être composé des actifs les plus rentables.

#### **Rentabilité moyenne d'un OPCVM** *ou la mesure de l'évolution entre deux dates des sommes investies*

La rentabilité exprime le gain (ou la perte) total(e) réalisé(e) sur une période donnée. Elle mesure donc la variation de valorisation d'un portefeuille. Pour un investisseur, elle dépend de la date de départ et de la date de fin, ou dates d'achat et de vente des parts d'OPCVM par ce même investisseur. Calculé en pourcentage, le taux de rentabilité tient compte des plus- ou moins-values pour toutes les classes d'actifs auxquelles viennent s'ajouter, le cas échéant, le dividende pour les actions et le coupon pour les produits de taux. La rentabilité étant variable (aléatoire), on s'intéresse à sa moyenne et à son écart-type ou volatilité. La rentabilité moyenne d'un portefeuille est la somme pondérée des rentabilités de chacun de ses actifs.

#### **Risque** *ou la matière première des gestions*

Le risque d'un fonds désigne l'incertitude de sa rentabilité future, à la hausse ou à la baisse. De ce fait, et malgré la perception dominante, il n'est pas fondamentalement négatif. Intuitivement, si la composition d'un fonds est stable, alors le risque passé peut être un indicateur utile du



risque futur. Le risque des fonds résulte de la variabilité des actifs et des modifications de composition du portefeuille. Parmi les mesures de risque les plus courantes, on trouve la volatilité, la *Value at Risk* ou VaR, la sensibilité dans le cas d'un fonds obligataire, le bêta pour les fonds actions...

Approche de base pour mesurer les risques, de manière intuitive la volatilité exprime la variabilité d'un prix à la hausse ou à la baisse. D'un point de vue strictement statistique, elle mesure les écarts-types, la plupart du temps annualisés, des variations passées par rapport à une moyenne. À titre d'illustration, le prix d'une action a une volatilité historique moyenne de l'ordre de 20 %. Soulignons que la volatilité d'un fonds est plus faible que la moyenne pondérée de ses actifs, en raison notamment de la corrélation imparfaite des rentabilités des différents actifs. La volatilité implicite (concept fondé sur le modèle de Black & Scholes), quant à elle, tient compte de l'anticipation de divers facteurs de volatilité intervenant dans le modèle utilisé. La *Value at Risk* (VaR) permet d'évaluer le risque de perte à un niveau de probabilité donné. Elle a pour objectif de quantifier, dans un seuil de confiance préspecifié (typiquement 95 % ou 99 %), la perte potentielle maximale que peut subir un portefeuille ou un fonds donné sur une courte période de temps dans des conditions de marché dites « normales » et en supposant qu'aucune modification du portefeuille n'interviendra d'ici là. L'exposition des titres de créances aux variations de taux est mesurée par la sensibilité ou l'élasticité. Ainsi, pour une obligation, une sensibilité égale à 2 signifie que son prix augmentera (diminuera) de 2 % si les taux d'intérêt venaient à diminuer (augmenter) de 1 %. Directement issu du modèle CAPM de Markowitz, le coefficient bêta évalue la contribution du marché à la performance d'une action ou d'un panier d'actions. Un bêta inférieur (supérieur) à 1 indique une sensibilité inférieure (supérieure) à cet indice. Le bêta mesure donc la sensibilité du portefeuille par rapport à « son » marché. Si le gestionnaire anticipe une progression (baisse) du marché, il positionnera son fond sur un bêta supérieur (inférieur), de manière à ce que son fonds évolue plus (moins) vite que le marché (Grandin, 1998 ; Aftalion et Poncet, 2003).

Enfin, notion relativement nouvelle, le budget de risque renvoie à la limite quantitative imposée par des investisseurs institutionnels à leurs gérants en termes de prise maximale de risque - global - par une entité ou produit. À titre d'illustration, le Fonds de réserve pour les retraites (FRR), qui délègue en externe la gestion de ses actifs, affecte à chacun de ses gérants un « budget de risque » correspondant à une espérance de surperformance. La « consommation » de ce budget fait l'objet d'un suivi régulier (de Salins, 2005).



### **Sélection des titres (modes de gestion) ou de l'utilité sociale de l'analyse financière**

Mieux connue sous le nom de *stock picking*, la sélection de titres est une méthode - ou culture - de sélection individuelle de titres, qui n'est pas limitative aux seules actions, par laquelle les gérants cherchent à identifier des valeurs attrayantes, en général après analyse financière approfondie. Dépendant des méthodes qui président à la sélection de titres, au moins deux groupes de gestions « couplées », que tout semble opposer, sont possibles.

Dans le premier groupe, deux approches peuvent être mises en œuvre :

- la méthode *bottom-up*, qui consiste pour le gérant d'un fond à sélectionner les valeurs une par une moyennant une analyse financière permettant de déceler leurs perspectives de croissance ;
- et la méthode *top-down*, qui repose d'abord sur une analyse macroéconomique des différentes zones géographiques, puis des différents secteurs d'activité avant de procéder à une analyse titre par titre. Dans cette dernière approche, l'allocation géographique et sectorielle précède le choix des valeurs individuelles.

Dans la réalité, souvent le portefeuille résulte d'un mélange à géométrie variable de l'information issue de l'application de ces deux démarches.

Dans le deuxième groupe, l'on retrouve également deux modes de gestion - quantitative et traditionnelle :

- comme son nom l'indique, la gestion quantitative repose sur l'utilisation de modèles - souvent mathématiques - quantifiés et fondés essentiellement sur des bases de données ;
- alors que la gestion traditionnelle s'appuie sur une connaissance des entreprises mélange de données quantifiées et celles plutôt qualitatives issues de l'analyse fondamentale réalisée sur les variables propres des entreprises ou de son environnement, et susceptibles d'influer sur leurs cours futurs (Mathis, 2002).

### **Sociétés de gestion de portefeuille ou l'entreprise clé de la gestion pour compte de tiers**

Institutions chargées de la gestion financière, administrative et comptable de produits gérés pour compte de tiers : OPCVM et mandats discrétionnaires. Agréées à cet effet par l'AMF, elles s'engagent à gérer de manière indépendante et dans l'intérêt exclusif de l'investisseur les sommes qui lui sont confiées (cf. schéma en annexe). Quelle que soit la forme de la délégation, la responsabilité repose, en droit, sur la notion de mandat de gestion. Par le mandat, le gestionnaire reçoit la mission, dans



le cadre de la politique d'investissement définie dans le contrat, de prendre les décisions de gestion en acquérant ou en cédant les titres pour le compte de l'investisseur ou mandant. Au-delà des obligations traditionnelles d'agir avec diligence et de rendre compte de la gestion au mandant, le mandat de gestion de portefeuille génère deux obligations principales :

- une obligation de loyauté envers le titulaire du portefeuille : le gestionnaire (et ses gérants), dont la mission est d'essence fiduciaire, doit agir dans l'intérêt exclusif du porteur. Il est soumis à ce principe de loyauté aux termes de la réglementation ainsi que des principes de déontologie que la profession a formalisé dans divers textes. De ce point de vue, la reconnaissance du métier de la *gestion pour compte de tiers*, et la séparation de cette fonction de celle du *dépositaire* et de celles susceptibles de donner lieu à conflit d'intérêts (*investment banking*, activités de marché, gestion pour compte propre...) constituent des mécanismes *ex ante* de protection des investisseurs ;
- une obligation de moyens : le gestionnaire doit disposer de moyens financiers (capitaux propres...), techniques (organisation comptable, moyens d'analyse d'aide à la décision, suivi des résultats de la gestion...) et humains (adéquation entre les effectifs et la nature et le développement des activités...) en adéquation avec les services d'investissement proposés. Cette obligation fait l'objet d'un agrément spécifique du régulateur (AMF), qui assure le contrôle et un suivi régulier de cette adéquation. Dans le cas de la gestion alternative, un programme d'activités détaillé est exigé pour pouvoir exercer ce métier. Des sanctions sont prévues qui peuvent aller jusqu'au retrait d'agrément en cas de non respect des engagements pris.

#### **Spread** ou la recherche de la marge sur de gros volumes

Concept clé de la gestion de taux, le *spread* représente l'écart de rendement d'une dette par rapport à un taux de référence. En général, mesuré en points de base pour une même maturité et pour un même taux de coupon. La différence ou *spread* est représentative du risque de défaut et du risque de liquidité d'un titre de dette. Par extension, *spread* peut désigner l'écart de taux entre deux maturités (*spread* de courbe) ou entre deux marchés, l'euro et le dollar (*spread* intermarchés). Le *spread* entre taux fixe et taux réel (taux des obligations indexées sur l'inflation) s'appelle « inflation point mort ».

#### **Styles de gestion** ou l'impact de la conjoncture sur les convictions des gérants

Concept étroitement lié, mais non exclusivement, à la gestion d'actions. Gérer des portefeuilles d'actions selon un style<sup>19</sup> consiste à



sélectionner des valeurs, compte tenu de certains critères préétablis, dont les plus courants aujourd'hui sont l'analyse de la valeur, la taille des capitalisations et la persistance des performances. À partir de ces trois dimensions, on distingue trois paires de styles de base qui sont plus complémentaires qu'opposés : *value* ou *growth* ; *small cap* ou *large cap* ; *momentum* ou *contrarian*.

Du côté des styles fondés sur l'analyse de la valeur, le gérant *value*, s'intéresse aux titres qu'il considère sous-évalués au regard des fondamentaux tels que le bénéfice, la valeur comptable, le chiffre d'affaires... Ce style traque les titres dont le potentiel n'a pas encore été découvert par le marché et souvent négligés par les analystes. Le gérant *growth*, en revanche, va préférer les titres bien connus des marchés et dont les prix sont déjà élevés, mais présentant des anticipations de forte croissance des bénéfices. Certains gérants se spécialisent, soit dans le choix de moyennes et petites capitalisations, souvent peu liquides et mal couvertes par les analystes, soit dans les grandes capitalisations, titres bien couverts par les analystes et faisant partie des grands indices. Enfin, fondées sur une approche conjoncturelle et surtout opportuniste, certaines gestions tirent avantage de l'orientation prise par le phénomène de la persistance des performances. Celles du type *momentum* misent sur les titres, les marchés, les secteurs d'activité, les indices, et les styles eux-mêmes, ayant eu une performance supérieure au cours des derniers mois, et conservent leurs positions tant que la tendance leur est favorable. À l'opposé, les gestions *contrarian* vont se placer à contre-tendance, en pariant sur un retour à la moyenne, tout en se détournant des titres ayant « durablement » surperformé le marché (en les vendant ou en ne les achetant plus), pour privilégier l'achat de titres dont les cours ont suffisamment baissé. En dehors de ces paires de styles « pures », on retrouve, certes, des hybrides ou des combinaisons de styles (*growth/momentum*, *value/large cap*, *growth/mid cap*...), ou des styles contenant des biais répondant au degré d'intensité requis par les gérants (*agressive growth*...).

En fin de compte, les gérants adoptent un style dans le but de construire un portefeuille dont la combinaison rendement/risque devrait être supérieure à celles du marché ou de portefeuilles gérés selon d'autres critères. Ils permettent, de même, de personnaliser la gestion et de la comparer à ses paires (Lhabitant, 2004 ; Mathis, 2002).

### **Théorie moderne de portefeuille** ou *les tribulations d'une théorie contestée*

La théorie moderne du portefeuille s'est développée à la suite des travaux de Markowitz (1952), qui a été le premier à formaliser l'idée qu'une décision d'investissement entre plusieurs actifs doit répondre à



un arbitrage entre rentabilité espérée et risque. Cette méthode utilise le concept de frontière efficiente, qui est une courbe dans le plan rentabilité/risque sur lequel on peut construire un grand nombre de portefeuilles efficients équivalents. C'est cette frontière qui permet de définir la gestion optimale pour un portefeuille donné selon l'aversion ou la tolérance au risque des investisseurs. Parmi les hypothèses de base du modèle de Markowitz (quatre au total), outre celle qui postule que la rentabilité future de tout actif financier suit une loi de distribution normale, l'hypothèse selon laquelle les investisseurs ont un horizon de placement réduit à une seule période, fait l'objet d'après contestations. En effet, ce modèle étant statique, rien ne se passe entre l'instant initial où les décisions d'allocation sont prises et l'instant final où les actifs sont cédés à leur prix de marché. Des modèles d'allocation dynamique, bien plus complexes certes, à la Samuelson-Merton sont proposés depuis les années 1970 pour assouplir les contraintes des allocations statiques à la Markowitz. Soulignons, enfin, que le concept central de la théorie moderne de portefeuille est celui d'*efficacité informationnelle*, notion non moins contestée et qui constitue aujourd'hui pour ainsi dire la véritable ligne de partage entre les gestions indicielles ou celles benchmarkées et les gestions strictement actives, dont les *gestions alternatives* (Amenc et Le Sourd, 2003 ; Jacquillat et Solnik, 2002 ; Walter, 1996).

### **Types de gestion financière** ou le chemin du classique à l'alternatif

Par souci pédagogique, on distingue quatre types de produits ou types de gestion : celles classiques, alternatives et structurées et celle fondées sur la *multigestion*.

Qu'elle soit spécialisée ou diversifiée, la gestion classique est généralement relative à un *benchmark* et limitée dans son recours aux techniques ou instruments financiers plus complexes (dérivés classiques et de crédit, effet de levier, vente à découvert). La gestion structurée, quant à elle, comprend essentiellement les produits à capital garanti (cf. *Offre de produits*) et les fonds à formule, qui permettent d'avoir une promesse de revenus élevés liés à la performance d'un indice ou un ensemble de titres (pour les deux autres types de gestion cf. *Gestion alternative et Multigestion*).

### **Valorisation** ou le chemin qui mène du portefeuille à la valeur liquidative

Le principe de valorisation revient à évaluer au prix de marché (*market to market*<sup>20</sup>), ligne par ligne, le portefeuille des valeurs mobilières et des autres avoirs détenus par un *OPCVM*, ou par un *mandat de gestion discrétionnaire*, diminué des dettes. On obtient alors l'actif net

d'inventaire ou tout simplement l'actif net d'un portefeuille. Outre les *classes d'actifs* traditionnelles (actions, obligations, monétaires...), les fonds achètent également des contrats dérivés, *futures*, *options*, soit en substitution des titres, soit pour obtenir un profil d'investissement particulier. On parle alors de couvertures ou d'effet de levier de l'actif net, qui peut de même investir dans des parts d'autres fonds notamment dans le cadre de la *multigestion*. La fonction de valorisation est de plus en plus déléguée à l'extérieur à des spécialistes appelés valorisateurs, qui prennent en charge l'enregistrement des opérations et la détermination de la valeur liquidative. À ces deux fonctions s'ajoutent les contrôles et la diffusion de ces valeurs liquidatives. La valeur liquidative (VL) de la part d'un OPCVM, quant à elle, est obtenue en divisant l'actif net par le nombre de parts d'un FCP ou d'actions d'une Sicav. Pour les fonds commercialisés dans le public, il est possible de connaître à tout moment leur valeur liquidative, qui doit être obligatoirement publiée et dûment affichée dans les locaux de l'établissement qui commercialise le fond ainsi que dans les journaux économiques et financiers. En pratique, la majorité des VL sont établies à un rythme quotidien ou moindre (en général hebdomadaire). La valorisation demandant des investissements d'infrastructure informatique conséquents, cette fonction est de plus en plus externalisée et ce métier est en pleine concentration.

## ANNEXE

**Gestion déléguée ou services et produits proposés  
aux clients individuels et institutionnels**

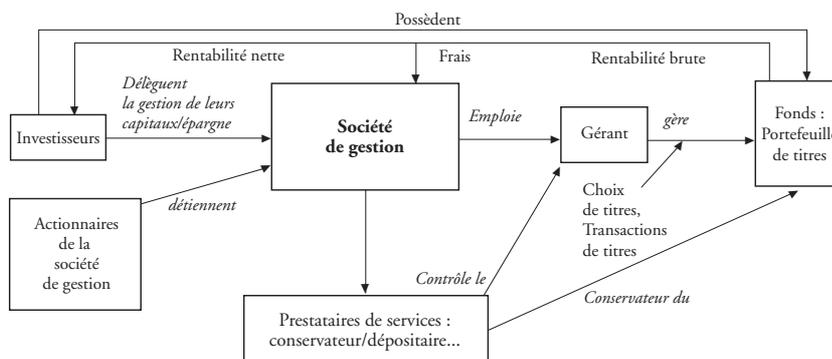
Gestion discrétionnaire individuelle	Gestion collective		
	OPCVM		Autres OPC (« sans passeport » <sup>a</sup> )
	À vocation générale (« avec passeport » <sup>a</sup> )	À vocation spécifique (« sans passeport » <sup>a</sup> )	
* Mandat de gestion institutionnel ou privé	* SICAV * FCP « à vocation générale »	* FCPE * FCPR dont FCPI et FIP * FCIMT * Maîtres-nourriciers * Fonds ARIA avec/sans EL <sup>b</sup> * Fonds contractuels * Multigestion (fonds de fonds...)	* SCPI * FCC * Autres fonds (matières premières...)

a - « Avec passeport » : fonds conformes aux directives européennes ; « sans passeport » : fonds à réglementation nationale, c'est-à-dire « non exportable ».

b - Fonds à règles d'investissement allégées avec ou sans effet de levier.

Source : AFG.

## Mécanismes de protection des investisseurs ou comment fonctionne dans ses grandes lignes une société de gestion



### INDEX

Les mots clés (ci-dessous en italique) renvoient aux entrées thématiques (entre parenthèses).

- *Actif net* (Valorisation)
- *Attribution des performances* (Performance)
- *Bêta* (Risque)
- *Bottom-up* (Sélection de titres)
- *Budget de risque* (Risque)
- *Buy and hold* (Politique d'investissement)
- *Code de déontologie* (Déontologie)
- *Commercialisation* (Démarchage financier)
- *Conseiller en investissements financiers - CIF* (Démarchage financier)
- *Conservateur* (dépositaire)
- *Effet de levier* (Dérivés ; Gestion alternative)
- *Fonds communs de placement-FCP* (OPCVM)
- *Fonds à formules* (Offre de fonds)
- *Fonds à règles d'investissement allégé - ARIA et ARIA EL* (Offre de fonds)
- *Fonds contractuels* (Offre de fonds)
- *Fonds de fonds alternatifs* (Offre de fonds)
- *Fonds maîtres-nourriciers* (Offre de fonds)
- *Fonds socialement responsables* (Offre de fonds)
- *Gestion active* (Politique d'investissement)
- *Gestion benchmarkée* (Politique d'investissement)
- *Gestion indicielle* (Politique d'investissement)



- *Gestion indicielle « tiltée »* (Politique d'investissement)
- *Gestion profilée* (Gestion diversifiée)
- *Gestion quantitative* (Sélection de titres)
- *Gestion spécialisée* (Gestion diversifiée)
- *Gestion traditionnelle* (Sélection de titres)
- *Instividuels* (Investisseurs institutionnels)
- *Mandat de gestion* (Sociétés de gestion de portefeuille)
- *Mesure des performances* (Performance)
- *Notice d'information* (OPCVM)
- *Observatoire de la présentation des performances et des classements des fonds d'investissement* (Performance)
- *PSI-prestataire de services d'investissement* (AMF)
- *Prospectus simplifié* (OPCVM)
- *Sensibilité* (Risque)
- *SICAV* (OPCVM)
- *Stock picking* (Sélection de titres)
- *Stratégie d'investissement* (Processus de gestion)
- *Top-down* (Sélection de titres)
- *Trackers* (Offre de fonds)
- *Tracking error* (Benchmark)
- *Valeur liquidative* (Valorisation)
- *Value at Risk* (Risque)
- *Volatilité* (Risque)
- *Volatilité implicite* (Risque).

## NOTES

1. Pour une vision approfondie du débat sur la politique d'allocation d'actifs cf. Davanne dans ce numéro de la REF.
2. Le négociateur effectue la collecte, le tri et la transmission des informations de marché relatives aux titres sélectionnés par le gérant qui pilote le processus d'investissement. Il assure de même le suivi et l'exécution des ordres et choisit l'intermédiaire (*broker*) et le moment de l'intervention sur les marchés. Cette fonction est parfois déléguée à des consultants externes.
3. Établissements, la plupart du temps bancaires, qui exercent à titre accessoire une activité de gestion pour compte de tiers. Ils sont souvent spécialisés dans la gestion de fortune (ou *private banking*).
4. Ces codes sont disponibles sur le site de l'AFG : [www.afg.asso.fr](http://www.afg.asso.fr)
5. La conservation est de plus en plus déléguée à un intermédiaire habilité qui, outre « conserver » et administrer des titres pour le compte de sa clientèle, fournit différents autres services, tels que le *clearing*, le règlement/livraison... Le conservateur peut exercer son activité, soit sur un marché national (*local*



MINI GUIDE DE LA GESTION POUR COMPTE DE TIERS  
OU CE QUE VOUS AVEZ TOUJOURS VOULU SAVOIR SUR LA GESTION D'ACTIFS

*custodian*), soit offrir des services à l'échelon international (*global custodian*), auquel cas il s'appuie sur un réseau de conservateurs locaux.

6. Avec une mise de fonds réduite, *via* une ligne de crédit ou des options, l'investisseur peut prendre des positions en s'exposant plus ou moins fortement au risque de marché.

7. Combinaison au sein d'un même portefeuille de l'achat d'actions jugées sous-évaluées (positions longues) et la vente à découvert d'actions jugées surévaluées (positions dites courtes). Le portefeuille est construit la plupart du temps de manière ascendante (*bottom up*). Composées de fonds généralistes ou spécialisés, *emerging markets*, *dedicated short bias*, *equity market neutral*, elles pèsent 35 % des actifs gérés « alternativement ».

8. Les stratégies événementielles ou *event driven* se concentrent sur des titres émis par des entreprises en situation particulière, comme par exemple une fusion, une acquisition, une OPA ou OPE, une restructuration, ou pire encore, un état de détresse financière (elles représentent 33 % de l'univers alternatif). Les cours de ces titres se comportent souvent de manière inhabituelle, et c'est précisément ce qui attire les *hedge funds*.

9. Ensemble très varié de stratégies de valeur relative (portant sur des obligations convertibles, des taux d'intérêt, des indices...), elles ont toutes en commun de chercher à tirer parti des inefficiences et des opportunités de marché liées à une disparité de prix ou de taux entre deux actifs étroitement interdépendants. Elles parient en règle générale sur la convergence des cours.

10. Deux types de fonds caractérisent ce groupe : les global macro et les CTA (*commodity trading advisors*) ou *managed futures*... Ils prennent des positions directionnelles cherchant à exploiter les grandes tendances des marchés. Faisant largement recours à l'effet de levier, leur poids s'est beaucoup réduit depuis la fin des années 1990.

11. En substance, le profil de risque, dépend du dosage entre produits de taux et actions. Ainsi un profil équilibré-type devrait contenir à peu près 50 % en actions ou produits risqués et 50 % en obligations et/ou monétaires, un profil prudent en revanche ne devrait que contenir peu de risque actions, par exemple maximum 20 % en actions et 80 % en produits de taux...

12. On définit souvent la gestion pour compte de tiers par opposition avec celle pour compte propre où le client lui-même, individuel ou institutionnel, assume directement la composition et la gestion de son portefeuille (passation d'ordres...).

13. Contrat entre le gestionnaire et le « client », le mandat se concrétise dans le cas de la gestion discrétionnaire individualisée par la signature d'un contrat synallagmatique (ou convention écrite), dans le cas de la gestion collective, *via* les OPCVM, la souscription vaut adhésion au contrat de gestion, matérialisé par la notice d'information ou prospectus simplifié.

14. Parmi les principales agences de notation, et de classement des fonds : Standard and Poor's, Morning Star, APT, Lipper... Fitch-AMR et RCP & Partners, elles, notent les sociétés de gestion.

15. En France et Europe, plusieurs agences spécialisées (dont Vigeo, Novethic...), notent aujourd'hui les émetteurs de titres selon des critères sociétaux et environnementaux.

16. Dans la pratique, on n'observe aucune différence significative dans leur fonctionnement de ces deux types d'entités, si ce n'est la plus grande souplesse administrative des FCP par rapport aux Sicav.

17. Ratio de Sharpe =  $(R_f - T_{sr}) / V_f$

18. Alpha de Jensen =  $(R_f - T_{sr}) - \beta(R_p - T_{sr})$

19. Le terme *style*, d'origine anglaise, peut être traduit en Français par « type d'investissement. »

20. Lorsque une classe d'actif est non cotée un modèle d'évaluation est utilisé.

*BIBLIOGRAPHIE*

- AFG (2002), *Gestion alternative*, recueil d'articles, Paris, (www.afg.asso.fr/ Études et rapports/Études économiques).
- AFTALION F. et PONCET P. (2003), *Les techniques de mesure de performance*, Economica.
- AMENC N., BONNET S., HENRY G., MARTELLINI L. et WEYSENS A. (2004), *La gestion alternative*, Économica.
- AMENC N., LE SOURD V. (2003), *Théorie du portefeuille et analyse de la performance*, Économica.
- AUVERNY-BENNETOT P. (2003), *La gestion d'actifs en France*, Revue Banque édition.
- BOLLON P. (juin 2000), « Gestion : Paris peut-il être le "Boston de l'Europe" ? », *Revue d'économie financière* n° 57.
- BOLLON P. (2001), « Bien gérer, c'est aussi bien voter », *Revue d'économie financière* n° 60.
- BOULIER J.-F. et DUPRÉ D. (2002), *La gestion financière des fonds de retraite*, Économica.
- CAPOCCI D. (2004), *Introduction aux hedge funds*, Économica.
- GRANDIN P. (1998), *Mesure de performance des fonds d'investissement*, Économica.
- HELLEBUYCK J.-P. et VLAISLOIR P. (janvier 2004), « Gouvernance : les recommandations de l'AFG », *Analyse financière* n° 10.
- JACQUILLAT B. et SOLNIK B. (2002), *Marchés financiers, gestion de portefeuille et des risques*, Dunod.
- LECLAIR A. et PARDO C. (mars 2002), « Fonds d'investissement : un rôle croissant dans le financement des économies européennes », *Revue d'économie financière* n° 64 (disponible aussi en anglais).
- LHABITANT F.-S. (2004), *Gestion alternative*, Dunod.
- LORENZINI F. (2005), *Sicav et FCP, L'ABC de la gestion collective*, Gualino éditeur.
- MATHIS J. (2002), *Gestion d'actifs*, Économica.
- PARDO C. (2004), « Quels outils pour une régulation efficace des risques opérationnels de la gestion pour compte de tiers ? », *Revue d'économie financière* n° 73.
- DE SALINS A. (2005), « Le point de vue d'un gérant de gérants », in *Les points de vue des investisseurs sur l'adoption des normes IFRS*, recueil d'opinions AFG/FFSA (www.afg.asso.fr/ Études et rapports/ Études économiques).
- WALTER C. (1996), « Une histoire du concept d'efficience sur les marchés financiers », *Annales, Histoire et sciences sociales*, vol. 51, n° 4.