

## Hedge funds: finie l'ère des pigeons?

Le macro remonte en flèche. Les gérants européens deviennent des perles. Haro sur les bêtas dépendants! Les traditionnels osent le short. La démocratisation des fonds de hedge funds passera par un exercice de vérité, salutaire pour une industrie souffrant du syndrome de la grenouille pour paraphraser Jean de La Fontaine.

Véronique BÜHLMANN

Les investisseurs institutionnels européens plébiscitent le global macro, telle était la tendance la plus marquante de la 11<sup>e</sup> enquête trimestrielle de Tara Capital portant sur les intentions d'allocation de 28 investisseurs institutionnels européens représentant ensemble un montant de 67,5 milliards de dollars investis en hedge funds.

Au printemps 2006, tout comme dans l'enquête précédente, aucun investisseur n'indiquait vouloir réduire son exposition à cette stratégie, et la majorité des gérants interrogés, soit 63%, affirmaient au contraire vouloir augmenter leur allocation. D'ailleurs, depuis deux ans maintenant, pratiquement aucun investisseur n'a exprimé l'intention de réduire son allocation aux global macro discrétionnaires. Les stratégies global macro systématiques ne sont, de loin, pas aussi prisées. A 17%, la proportion des gérants interrogés qui pensaient augmenter leur allocation est assez stable

depuis douze mois, mais on constate, au dernier trimestre, que le nombre de ceux qui envisagent de réduire leur exposition a fortement chuté. D'après les premières estimations tirées de l'enquête portant sur le 2<sup>e</sup> trimestre 2006, la tendance à favoriser les macros reste toujours très soutenue.

### Retour sur le long/short global

Dans le domaine des actions long/short, 41% des investisseurs interrogés prévoyaient d'augmenter leurs allocations aux marchés émergents. *«Les investisseurs recherchent de plus en plus des gérants de marchés émergents qui couvrent activement leurs expositions. A la suite du rallye qu'ont connu ces marchés depuis trois ans, il faut s'attendre à des prises de bénéfices»*, commentait Cyril Delamare, directeur de Tara Capital. Les premiers résultats de l'enquête du 2<sup>e</sup> trimestre 2006 semblent confirmer ce phénomène, le long/short global revenant sur le devant de la scène aux dépens des long/short émergents.

Au contraire, le long/short européen n'avait jamais connu d'aussi grande défaveur, seuls 26% des investisseurs prévoyaient d'augmenter leur allocation. Ce résultat paraît d'autant plus étonnant, écrivent les enquê-

teurs, que par rapport aux autres stratégies, celle-ci a enregistré de bonnes performances et que les économies d'Europe continentale sont en phase de reprise ou de

**«C'est plus de 70% des fonds dont l'information aux souscripteurs est tronquée ou imprécise»**

croissance. Ce déclin peut s'expliquer par un rééquilibrage des allocations suite à la bonne performance des gérants européens.

### Les alternatifs européens gagnent du terrain

Effectivement, les gérants européens semblent avoir le vent en poupe, et certains gérants de fonds de fonds pensent qu'il ne s'agit pas seulement d'une tendance conjoncturelle mais bien d'une évolution plus structurelle. Comme l'explique ce gérant de fonds de fonds: *«Hier les gérants américains étaient largement dominants, aujourd'hui les gérants européens représentent la moitié ou plus de nos gérants en portefeuille. Ils possèdent l'avantage d'une largeur de vue nettement supérieure à celle de leurs homologues d'outre-Atlantique. Par ailleurs, je vois un second avantage de l'Europe, sa réglementation. Malgré ses déclarations, la SEC ne fait pas grand-chose. Sur le plan réglementaire, l'Europe, et notamment l'Angleterre au travers de la FSA, est nettement mieux organisée. Résultat, les fraudes sont beaucoup moins nombreuses.»*

Magnus Olsson, gérant du London & Capital Fund of Hedge Funds qui s'est vu décerner le prix du meilleur fonds de fonds sur douze

### L'alpha: ce n'est pas seulement de la surperformance, c'est aussi du risque

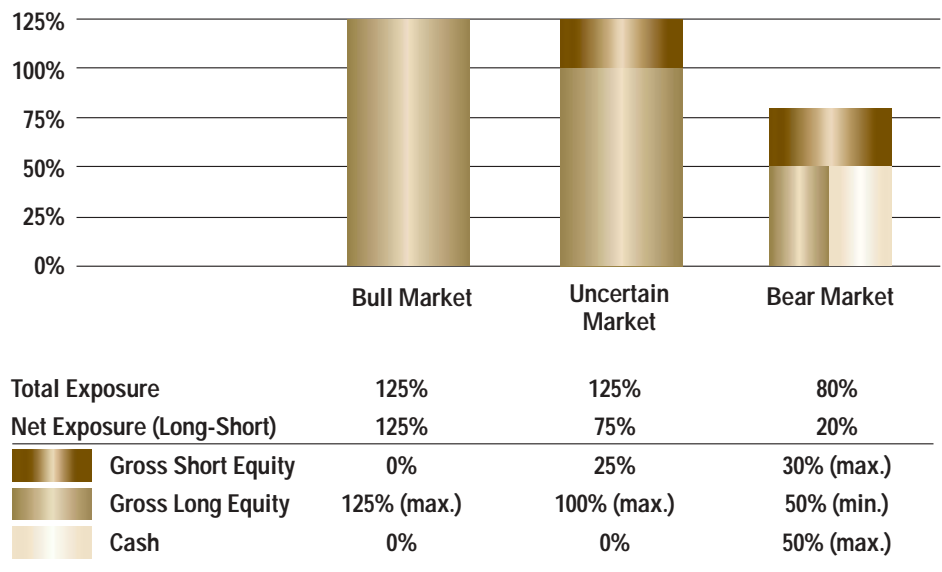
L'alpha mesure l'excès de performance («rendement anormal» ou alpha) par rapport aux risques pris par le gérant. Cette grandeur n'est pas directement observable, elle se mesure par différence entre les rendements du fonds et les rendements «normaux» rémunérant l'ensemble des risques du portefeuille. Cette approche repose sur un modèle multi-factoriel issu du modèle d'analyse de style développé par le prix Nobel William Sharpe en 1992. La décomposition de la performance entre l'alpha et la rémunération des risques est propre à chaque fonds. L'alpha est une grandeur arithmétique facilement comparable, indépendante de la conjoncture d'une classe d'actifs ou de la définition d'une catégorie de classement (cf. note page 11).

mois par Hedge Funds Review, se présente également comme un Européen convaincu. Lors d'une récente interview, il affirmait: «Nous avons un biais européen, je veux dire par là une propension à favoriser les gérants basés en Europe... parce que nous avons un contact direct avec eux, cela ne peut qu'amé-

**«En Europe, on compte quelque 600 hedge funds. Parmi eux, 120 sont intéressants et 60 bons»**

liorer notre processus de due diligence. Par ailleurs, si l'on veut parler performances, il est vrai que, d'un point de vue historique, les gérants américains ont obtenu de meilleurs résultats que les gérants européens. Mais les choses changent: en 2005, les gérants européens ont battu leurs confrères d'outre-Atlantique. Et cela n'est pas vrai seulement pour les indices composites mais également pour bon nombre de stratégies vraiment globales comme le long/short global, les macros et les CTA.» Cette évolution, Magnus Olsson l'attribue au développement de nouveaux marchés, «en particulier dans la zone de l'Europe de l'Est où les nouvelles opportunités abondent, ce qui améliore le potentiel de rendements». Cyril Delamare constate également «une vraie montée en puissance des gérants basés en Europe depuis deux ou trois

Exemple d'allocations en fonction de différents scénarios de marché



ans. Et il ne s'agit pas seulement des gérants actifs sur les marchés européens. De manière générale, l'offre s'améliore et se diversifie en termes de stratégies proposées, notamment dans le domaine du trading.»

**Alpha, faux alpha ou bêta?**

Tout le monde ne partage pas cet enthousiasme, ainsi ce gérant long/short européen qui affirme: «En Europe, on compte quelque 600 hedge funds. Parmi eux, 120 sont intéressants et 60 bons. Le marché est devenu si volumineux qu'on ne peut plus éviter la médiocrité. D'ailleurs, quand les marchés boursiers vont bien, les hedge funds vont bien. Cette

situation est insupportable, les gérants sont bien trop corrélés aux marchés.» Les récentes corrections ne peuvent malheureusement que lui donner raison au point que l'on peut se demander où sont partis les gérants capables de dégager de l'alpha.

Une récente étude menée conjointement par l'EDHEC et EuroPerformance apporte quelques éléments de réponse<sup>1</sup>. Bien qu'elle porte sur la gestion traditionnelle, ses

<sup>1</sup> «Stock Picking – Mythe ou Réalité», avril 2006, par Noël Amenc, professeur de finance à l'EDHEC, et Frédéric Picard, directeur général de EuroPerformance (groupe Fininfo).

**Actions suisses  
Le long only traditionnel entame sa libération**

Jusqu'à 30% de positions à découvert, un levier maximal de 125%, des liquidités qui peuvent aller jusqu'à 50% des actifs du fonds, tous ces éléments de «risque actif» n'ont pas terrorisé la Commission fédérale des banques. Elle a donné sa bénédiction au RFP Swiss Equity Plus en le classant dans la catégorie «autres fonds, sans risques particuliers». En effet, jusqu'à peu, tout ce qui s'apparentait plus ou moins à du «hedge» devenait généralement un «autre fonds, à risque particulier». Cela n'a pas été le cas du Swiss Plus géré par Rieter Fischer Partners AG à Zurich qui compte parmi les premiers fonds de droit suisse de ce type. Il faut dire que l'historique de performances

des gérants, tous trois «originaires» de Vontobel Asset Management et qui totalisent ensemble soixante années de gestion, et en particulier celui de Patrick Rieter sur les actions suisses et les petites et moyennes capitalisations, est extrêmement convaincant. Depuis 1995, il a récolté pas moins de 16 prix Micropal ou Lipper! Sans doute est-il inutile de préciser que dans ce nouveau fonds Swiss Plus, sa gestion sera très active, quoiqu'avec un biais long sur les 20-30 positions qui composeront le portefeuille. En ce qui concerne les positions à découvert, elles pourront avoir différentes configurations. Soit elles concerneront un titre particulier, et il s'agira de positionnement à court terme

pour les grandes capitalisations et plus long terme, parce que conséquence d'une analyse fondamentale, pour les petites et moyennes. Le gérant recourra également au pair trading du type long CS/short UBS ou il pourra encore prendre une position neutre par rapport au marché par exemple par le biais d'un long CS/short sur l'indice. Dans tous les cas toutes ces positions seront limitées à 5%. Tout cela pour un TER de l'ordre de 1,8%, en fin de compte très raisonnable au vu de la gestion proposée. Actif depuis janvier 2006, le fonds avait réalisé une performance de 5,39% au 31 mai 2006 contre 3,17% pour le SPI Total Return. Une alternative aux alternatifs? ■

► conclusions valent également pour ce segment croissant des gérants de hedge funds qui doivent une grande partie de leurs résultats au bêta. Après analyse des fonds investis en actions françaises, les auteurs concluent: «*La mesure des capacités de stock picking des fonds est rendue difficile par la mauvaise communication de ces derniers. Plus du tiers des fonds ne déclarent pas d'indice de référence et, pour la population qui déclare un indice, il ne reflète qu'imparfaitement les risques pris dans le portefeuille dans 54% des cas. Au total, c'est plus de 70% des fonds dont l'information aux souscripteurs est tronquée ou imprécise.*»

Dans ce contexte, la valorisation du stock-picking et plus généralement de la valeur ajoutée par la gestion (alpha) s'inscrit plus dans une communication et un marketing que sur une volonté de répondre aux obligations professionnelles et à l'information du souscripteur. Pour faire face à cette difficulté, il convient de mettre à la disposition des investisseurs un «benchmark» reflétant réellement les risques pris par les gérants et leur permettant par conséquent d'effectuer sur cette base des calculs pertinents (ratio d'information, alpha, etc.) afin de mesurer la véritable valeur ajoutée des gestions qui leur sont proposées.

Allant dans ce sens, Florian Homm de Absolute Capital Management (cf. interview

pages 18-19) estime que les gérants long/short en tout cas devraient toujours mettre en évidence leur bêta, c'est-à-dire leur niveau d'exposition au risque de marché. Par ailleurs, quoique les gérants reconnaissent qu'il y a souvent abus d'alpha, dans le sens où les alphas présentés dans les fiches de résultats mensuels des fonds ne sont pas significatifs (cf. encadré page 11), cela ne les empêche pas d'en user et d'abuser dans leur communication. Des produits vont même être proposés sur le marché qui calculeront une partie de leur commission à la performance à partir de l'alpha dégagé par le gérant. Cependant, cet alpha n'en aura que le nom puisqu'il ne s'agit en fait que d'une surperformance par rapport à un indice. On parle donc abusivement d'alpha alors qu'aucune composante risque n'est prise en compte.

## A quand le passeport européen?

Ces questions de présentations des performances gagneront d'autant plus d'acuité que l'on assiste à un phénomène dit de «onshorisation», à savoir que les fonds de hedge funds jusqu'alors enregistrés dans des juridictions exotiques et donc plutôt souples, reviennent vers les juridictions traditionnelles dans lesquelles les cadres réglementaires évoluent rapidement depuis quelques années. Comme le souligne le CIO, responsable de la gestion alternative de Heritage

Bank & Trust SA, Louis-F. de Pfyffer: «*Nous sommes encore loin du passeport européen. En effet, la réglementation des hedge funds s'inspire des fonds traditionnels mais chaque pays a dessiné son propre cadre réglementaire. Par exemple, la France a voulu mettre*

**«Certains pays, comme l'Allemagne, exigent une transparence si élevée qu'elle finit par être pénalisante pour l'investisseur»**

*l'accent sur le maintien du know-how local, nécessitant une filiale de gestion alternative totalement autonome.»* Cependant, le cadre fiscal n'est pas toujours idéal, du moins pour les sociétés de gestion. Par ailleurs, certains pays, comme l'Allemagne, exigent une transparence si élevée qu'elle finit par être pénalisante pour l'investisseur. En effet, le risque de «corseter» la gestion alternative n'est pas loin. «*La gestion alternative étant un domaine nouveau pour les régulateurs, le pragmatisme n'est pas toujours de mise et la volonté de protéger l'investisseur se fait parfois au détriment d'une gestion optimale*», insiste Louis-F. de Pfyffer.

Même si les processus réglementaires sont lents, le CIO de Heritage estime que l'on se dirige très clairement vers une «démocratisation» des fonds de hedge funds. Elle sera plus ou moins rapide selon les pays. Par exemple, en Italie où l'on craint la polémique, le seuil d'investissement qui est passé de 1 million à 500 000 euros, restreint encore l'accès des fonds de hedge funds à un segment d'investisseurs «avertis» ou du moins fortunés. Cependant, partout la tendance est à la baisse, même si l'on est encore loin des minima suisses. Au cours de cette phase où l'on «apprivoise» la clientèle, Louis-F. de Pfyffer estime que les produits multistratégies seront favorisés, en particulier ceux qui présentent une volatilité basse à moyenne et se profilent comme des substituts à la portion obligatoire des portefeuilles. Ce n'est que dans une seconde phase que viendront les produits plus agressifs et/ou segmentés par stratégies ou géographiquement. ■

V.B.

## L'ART DANS B&F



CHEVOLLEAU Jean - MER BASSE AUX BOUCHOTS