

L'industrie des hedge funds à la croisée des chemins

■ Frédéric RUIZ, économiste

Après une période turbulente au cours de laquelle elle fut maintenue sous haute tension sur de nombreux fronts, l'industrie des hedge funds semble peu à peu sortir du tunnel. Tandis que certains cyniques ou déçus proclament qu'en finalité rien n'a changé, les hedge funds se trouvent vraisemblablement à une croisée des chemins qui pourrait façonner leur univers de manière importante et fondamentale.

Anatomie d'une crise

Dans le quartier londonien de Mayfair – sorte de Silicon Valley du hedge fund – on a connu des périodes plus glorieuses. Il faut dire que les hedge funds ont pris la crise financière de plein fouet comme peu d'industries pourraient se targuer. Devenus de gros consommateurs d'instruments high yield et de dérivés de crédit, les hedge se retrouvent logiquement aux premières loges dès l'entame de la crise. Avec l'effondrement de ces marchés spécifiques, les pertes sont rapidement importantes, mais restent encore relativement bénignes. L'histoire, on le sait maintenant, ne s'arrêtera malheureusement pas en si court chemin.

Le risque de contrepartie devient une préoccupation quasi obsessionnelle dans la communauté financière ce qui est de mauvaise augure pour les véhicules qui traitent de manière importante sur les marchés OTC. Tandis que les hedge funds se ruent à l'abri en tentant de réduire leurs risques de contrepartie (les forçant souvent à sortir de transactions à des prix inopportuns) ils sont simultanément rappelés au souvenir qu'ils sont eux aussi considérés comme des débiteurs à risque. Les banques d'investissements qui leurs servent de prime brokers coupent ainsi brutalement les crédits et font de menaçants appels de marge. Les nouveaux investisseurs étant plutôt rares, il faut alors vendre des actifs, beaucoup et rapidement: c'est l'heure des ventes en détresse sur des marchés désertés par les acheteurs et volatils à l'extrême. La spirale négative des pertes s'accélère et atteint des niveaux inquiétants et même parfois fatals pour certains fonds. L'important effet de levier ajouté à des mesures d'urgence restrictives (e.g. l'interdiction de certaines ventes short) se chargent d'ajouter du combustible au brasier.

On pense avoir touché le fond quand un certain Bernard Madoff fait la une des journaux du monde entier avec à la clef la plus extraordinaire escroquerie de mémoire d'homme. L'opinion publique comme le monde politique, outragé par l'énormité des sommes engagées et par l'inexplicable laxisme des autorités de contrôle, ne demande pas loin d'un autodafé. Sous la panique, les clients se pressent alors pour retirer leurs avoirs: entre l'été 2008 et le printemps 2009, ce sont près de 100 milliards par mois qui quittent l'industrie. *In fine*, certains hedge funds seront obligés en dernier recours de retenir leurs clients en otage: suspensions de remboursements et mise en place de barrières à la sortie («gates») et de side pockets deviennent monnaie courante. Le nombre d'«impaired funds» explose et réduit encore le faible capital sympathie dont disposent les hedge funds; la survie est ainsi assurée, mais à quel prix?

Pour les politiciens et les régulateurs, les hedge funds ont toujours constitué le bouc émissaire idéal: perçus comme arrogants et vaniteux, les managers n'attirent pas la compassion de l'opinion publique. De surcroît, les hedge funds ne sont ni des contribuables particulièrement importants, ni des gros employeurs, limitant ainsi leur utilité publique et sociale, du moins telle qu'elle est perçue par le grand public. Pas assez importants pour être soutenus, mais suffisamment pour être régulés: c'est une image qu'il ne fait pas bon porter tandis que s'organise au même moment probablement la plus importante distribution de carottes et de bâtons de l'histoire de la finance. Une fois n'est pas coutume, les hedge funds endossent une responsabilité et un feu nourri de critiques démesuré en rapport avec leur rôle dans la crise.

Le phoenix renaît de ses cendres?

A la remémoration des enjeux auxquels a dû faire face cette industrie sur un laps de temps si bref, le simple fait qu'elle ait réussi à survivre reste un exploit en tous points exceptionnel. Fait encore plus remarquable, sous certains aspects les hedge funds ont fait même mieux que de survivre.

Portés par un rebond généralisé des marchés financiers et par le retour de la liquidité (mais aussi par la possibilité de focaliser à nouveau les ressources sur la gestion des avoirs plutôt que sur la trésorerie et la communication), les hedge ont enregistré en 2009 leur meilleure performance annuelle en près de 2 décennies (entre 18 et 22% selon les indices). Les flux de fonds, négatifs jusqu'à l'été 2009, semblent avoir inversé la tendance de manière solide avec plusieurs mois consécutifs hors des chiffres rouges.

De nouveaux fonds se créent, timidement certes, et les fonds bien établis, contraints pendant la crise d'ouvrir leur capital à de nouveaux investisseurs, affichent à nouveau complet.

Au niveau réglementaire, les nombreuses menaces de lynchages publics et de mise sous tutelle de l'industrie sont bien souvent restées au stade de la déclaration d'intention, accouchant de textes de loi largement dilués par rapport à des attentes parfois démesurées. Les mesures fiscales et l'exode vers la Suisse annoncés à grand bruit se sont pour l'instant maintenues en deçà des prévisions. Quant au sujet le plus sensible, la question des frais parfois gargantuesques et souvent injustifiés eu égard à la valeur ajoutée réelle des hedge funds, les managers ont de quoi retrouver le sourire puisque tout semble indiquer

qu'il n'y ait eu à ce niveau aucune pression à la baisse. Le modèle 2 & 20² semble avoir encore de beaux jours devant lui.

Il serait facile de conclure à la lumière de ces quelques éléments qu'une atmosphère de «business as usual» préside à nouveau sur l'univers des hedge, mais une telle affirmation serait largement réductrice. Sous de nombreux aspects en effet, une sensible mue des hedge funds s'est effectuée de manière moins directement perceptible, mais non moins fondamentale.

La démocratisation des hedge funds, un cadeau empoisonné

Pour tenter de comprendre ce à quoi pourrait ressembler le futur de cette classe d'actifs, un petit retour dans le passé est nécessaire. Il faut attendre les années 80, trente bonnes années après les débuts du pionnier Alfred Jones³ pour que le hedge fund commence à sortir du maquis. Dans les années 90, tout le monde connaît Georges Soros et ses attaques sur la Livre Sterling. Ces fonds, principalement de type global macro, font rêver tant par leurs performances étonnantes que par leurs méthodes astucieuses et novatrices d'appréhender les marchés; ils restent néanmoins encore exclusivement réservées aux «happy few».

Le crash de 2000 marque le début de la démocratisation de ces fonds. Faisant face à une baisse substantielle de leurs revenus, les banques privées se lancent dans la distribution d'actifs alternatifs, activité plutôt lucrative et produisant des revenus récurrents. Attirés par les perspectives de rendements absolus et de faibles corrélations avec les instruments traditionnels, les clients privés affluent en masse. Les barrières à



Economiste de formation et conseiller financier, Frédéric Ruiz a passé le plus clair de sa carrière dans le Private Banking, dont plus d'une décennie en tant que Membre de la Direction de Credit Suisse. Au service d'une clientèle UNHWI pendant de nombreuses années, il a développé une connaissance solide dans le domaine de la gestion alternative et de ses classes d'actifs. Analyste Financier AZEK, il est également chargé de cours à l'ISFB et à la HEG et a écrit de nombreux articles pour la presse. Fredericruiz66@gmail.com

l'entrée tombent, les fonds de fonds se multiplient et l'industrie débute un véritable âge d'or marqué par une croissance exponentielle. En parallèle, les meilleurs prop traders⁴ des banques d'investissement découvrent qu'on peut gagner encore plus d'argent en créant son propre hedge fund, et ce sans avoir besoin de porter de cravate: il n'en faut pas plus pour que le nombre de fonds explose.

Si les hedge funds ont largement bénéficié en termes financiers de l'afflux des investisseurs privés, ils ont aussi dû accepter une certaine baisse de leur liberté d'investissement, demande de liquidité et de transparence accrue oblige. De plus, et paradoxalement pour des instruments à vocation de produits à valeur absolue, l'utilisation d'indices et de benchmarks en tout genre se généralise. La corrélation, principalement avec les actions, atteint alors des niveaux élevés (0.7 – 0.8) et le fameusement décrié phénomène de troupeau («the herd mentality») prend de l'ampleur.

Simultanément, il y a beaucoup d'acteurs pour un nombre d'opportunités de marché qui est au mieux constant, mais plus vraisemblablement en sensible diminution. Sans surprise, les performances se normalisent; on évalue que le sacro-saint «alpha», soit la surperformance attribuable au talent du manager plutôt qu'à la

portée des marchés, atteint au 21^e siècle une fourchette de 2 à 4%, contre 8 à 14% pour la décennie précédente. Dans ces conditions de performances moyennes et de hautes corrélations, les hedge funds n'ont pas hésité à doper leurs performances en augmentant fortement leur taux de levier, avec les conséquences que l'on connaît.

Exode des clients privés

Après la crise de 2008, les clients privés se sont détournés en masse de cette industrie et les afflux d'argent frais ont depuis 2009 une provenance quasi exclusivement institutionnelle. Sous l'effet Madoff, le nombre des fonds de fonds a fondu comme neige au soleil. Même si cette affaire possède un caractère

unique et extraordinaire, certains fondements psychologiques ont été ébranlés.

«Pourquoi payer des frais à des gérants qui ne semblent pas être aptes à faire un suivi et un contrôle sérieux?»

La question peut être pertinente même si elle ne fait pas crédit à des foules de managers de fonds de

fonds parfaitement compétents. Pourtant, l'industrie des hedge funds a entrepris des changements qui devraient être de nature à mettre plus à l'aise les investisseurs privés. Les réglementations en cours, à commencer par la très controversée directive européenne AIFD, se profilent tous vers une demande de transparence et de régulation accrue (voir *Point de Mire* N° 39).

Les fonds de type UCITS III, proposant un univers d'investissement moins risqué (pas d'investissements en actifs illiquides ou en matières premières), une restriction sur certaines ventes à découvert et une liquidité quotidienne, devraient répondre à une partie des préoccupations. Peu enclins à revivre le traumatisme de la panique de l'hiver 2008, les fonds ont profondément restructuré leurs bilans, opérant avec un levier largement réduit (2 à 2.5) et une réserve de cash plus importante (15-20%), offrant ainsi un profil de risque plus raisonnable.

Malgré ces éléments positifs, il est vraisemblable que les hedge funds ne devront pas trop parier sur un retour en masse des clients privés et devront se concentrer sur leur clientèle institutionnelle. Cette stratégie devrait poser un important défi à l'industrie et pourrait mener à une nouvelle purge, après celle de 2008 qui aura eu pour conséquence principale la disparition des fonds «boutiques» au profit des méga fonds plus solides (à fin juillet 2010, 1% des hedge funds contrôlaient 75% de la masse sous gestion).

Back to the future

Comment alors contenter une clientèle institutionnelle, généralement demandeuse d'un profil risque-rendement plus agressif dans un environnement clairement moins porteur?

A une réglementation accrue s'ajoute maintenant les anciens réflexes politiques consistant à vilipender les hedge funds pour toutes les crises (confondant ainsi racines et symptômes), forçant dorénavant les fonds à réfléchir à la portée «politico-éthique» de leurs décisions d'investissement (la vitesse à laquelle ils ont battu en retraite sur les short grecs quand la CE a haussé le ton en dit long)⁵. Après avoir rempli avec succès sa mission en 2008, l'arme que constitue l'interdiction temporaire de certaines ventes à découvert a si bien séduit les gouvernements qu'ils ne s'interdisent pas d'en faire de futurs usages plus ou moins sporadiques selon l'humeur. Ajouter à cela certains facteurs qui réduisent le potentiel de performance (tels que la baisse du levier, l'augmentation de la part cash au sein des fonds ou les demandes de transparence accrue) et vous

La gestion des risques est une priorité pour vous ?



HDF, Votre référence en Multigestion Alternative

HDF

Spécialiste en multi-gestion alternative depuis 23 ans pour les investisseurs institutionnels, nous employons des professionnels confirmés et disposons d'une connaissance particulièrement approfondie de l'industrie des hedge funds. La bonne gouvernance de notre société, l'exigence de nos processus et la performance de nos outils nous ont permis de toujours honorer nos termes de liquidité et d'éviter toutes les fraudes.

Faites confiance au spécialiste

Pour de plus amples informations veuillez contacter le bureau de Genève aux coordonnées suivantes :

022 311 26 26 hdf.international@hdf-international.ch www.hdf-finance.com

aurez un tableau sommaire de la tâche ardue qui attend cette classe d'actifs.

Face à des investisseurs intéressés par l'obtention d'une performance absolue et non corrélée, la stratégie consistant à ne pas trop dévier des tendances du marché et à tenter de multiplier la performance par les effets de levier semble avoir fait long feu. Pour prospérer, les fonds vont devoir retourner à leurs racines et faire ce qu'ils sont censés faire le mieux, ou en tout cas mieux que tout le monde: la recherche de niches, d'anomalies de marché ou de «high conviction trades», bref la recherche de ce fameux alpha pour lequel leurs investisseurs sont prêts à payer les frais les plus élevés de l'univers financier. Après la crise du crédit qui aura séparé les fonds solides des autres, la situation présente aura pour conséquence la séparation des bons et des médiocres managers, une logique darwinienne qui devrait avoir des retombées globalement positives pour l'industrie financière comme pour les investisseurs.

La gestion passive à la rescousse

Malgré l'ampleur du défi qui les attend, les hedge funds conservent des atouts: avec le temps, l'incident Madoff sera considéré, en dépit de son ampleur, comme un événement extrême mais plutôt anecdotique; la règle Volker intégrée dans le paquet de lois sur la réforme de la finance américaine aura pour conséquence de réduire l'activité de «prop trading» des banques et de donner un ballon d'air à un marché encore bien peuplé; fait important, les investisseurs semblent avoir compris le fait que les hedge funds avaient besoin de temps

pour mettre en place et dénouer certaines transactions et acceptent dorénavant un horizon temporel plus long.

L'histoire de la finance démontre que sa capacité de survivre et de prospérer est liée en grande mesure à son extraordinaire capacité d'innovation et il serait naïf de tenir des discours malthusiens sur l'avenir des investissements alternatifs. De nouvelles frontières continueront d'être atteintes, de nouvelles techniques et marchés verront sans doute le jour. Qui alors de plus apte que les managers de hedge funds, armés de leur talent et leur expérience, pour mettre à profit ces nouvelles opportunités?

Finalement, la plus grande chance des hedge funds est liée à un élément sur lequel ils n'ont que peu d'emprise: l'appétit toujours croissant des investisseurs pour des produits de gestion passive, notamment à travers les ETF's (voir à ce propos PdM no28, été 2006). Dans un tel contexte de marché, les hedge funds trouveraient largement leur place dans l'univers financier, sous l'étiquette de cette future race en voie de disparition, le manager actif; à condition bien sûr qu'ils acceptent de revenir à leurs sources et se réinventent en producteurs de performance absolue et non corrélée aux marchés, plutôt qu'en producteurs de performance majoritairement de marché turbo «boostée» par des piles de dettes.

Ce retour à la base devrait être la clef pour la longévité des hedge funds, dont les clients seraient toujours prêts à payer pour la génération d'une performance pure, tout en sachant que l'âge d'or des rendements de 15-20% semble par contre très probablement révolue.

ANNEXE 1: Les Hedge funds en tant qu'amortisseurs de choc? Toujours d'actualité

Même dans une période aussi extrême que celle de la crise financière, les hedge funds restent un gardien de valeur confirmé.

Valeur au 31 juillet 2010 de 1000 USD investis le 1^{er} janvier 2008 dans différents actifs financiers

Actions Suisse	730
Actions USA	750
Actions Europe	630
Actions Emerging	800
Obligations Monde	1130
Matières premières	680
Or	1375
Terres arables	1040
Immobilier Monde	710
Private Equity	940
Hedge Funds	980
Managed Futures	1100

ANNEXE 2: Grandes catastrophes

Tout le monde connaît l'affaire Madoff et son système de fraude qui généra entre 12 et 20 milliards de pertes (les liquidateurs étant toujours en train de compter), mais la période 2008-2010 accoucha d'autres effondrements importants dont voici les principaux.

Amaranth: sous l'influence de son trader vedette, ce fonds multi stratégie place d'énormes paris sur l'évolution de la météo à travers des contrats futures sur le gaz naturel, accumulant à un certain point près de 70% de l'exposition mondiale sur ce marché. Des hivers plus doux que prévus auront raison de cette stratégie et le fonds perdra près de USD 7 milliards.

Peloton: consacré fonds de l'année en janvier 2008 pour avoir correctement parié à la baisse sur les subprimes, ce fonds fera faillite à peine trois mois plus tard pour avoir tout misé... sur un rebond du marché subprime, avec une exposition nette longue de près de USD 13 milliards.

Carlyle Capital Corp.: ce fonds, géré par le prestigieux Carlyle Group, suivit une stratégie d'arbitrage très ciblée (emprunt à court terme à taux très bas et achats d'obligations longues Freddie Mac et Fannie Mae notés AAA). L'énorme effet de levier employé, couplé aux déboires de ces 2 agences quasi gouvernementales, eurent raison de ce fonds qui perdit la totalité de ses avoirs

Bayou Management: le système de Bayou Capital comportait l'attirail complet du parfait fraudeur: auditeur fantôme, faux dans les titres, systèmes de vases communicants au niveau des liquidités etc. Frauduleux dès le lancement du fond en 1996, ce n'est que 12 ans plus tard et par hasard que la supercherie des managers fut découverte par les autorités

Marin Capital: 2200 millions de US Dollars envolés à travers un pari de type «capital structure arbitrage» extrêmement concentré. Un pari à la hausse sur les obligations Ford et GM et à la baisse sur leurs actions respectives. La baisse de notation des obligations au niveau de «junk» couplée à l'envolée des actions sous la rumeur de rachat les prendront doublement à contrepied.

Notes

¹ Suite à la décision anglaise de relever les taux marginaux les plus élevés de l'impôt sur le revenu et de réduire certains avantages liés au statut de «non domiciled resident», la communauté des hedge funds avait, en 2008, évoqué la possibilité d'un départ en masse vers la Suisse. A ce jour, on estime qu'une centaine de fonds sur une population de 1300 fonds londoniens ont ouvert des bureaux en Suisse.

² Modèle selon lequel le manager reçoit 2% de management fee annuel couplé à 20% des profits du fonds.

³ Alfred Jones, sociologue, diplomate et journaliste a mis sur pied le premier fonds actions incorporant effet de levier, vente short (pour couvrir une partie du risque d'où le terme «hedge») et une structure de frais basée sur 20% de performance fee (influencé par les capitaines de bateaux phéniciens dont la rémunération était de 20% des profits générés par les voyages d'exploration commerciale). Son fonds, lancé en 1949, n'attirera pourtant l'attention de la communauté financière au sens large qu'en 1966.

⁴ Les «prop traders» sont assignés à la gestion du capital des banques qui les emploient. Les nouvelles lois incluses dans le «Wall Street Reform Bill» réduiront dorénavant largement la latitude et l'amplitude des banques en matière d'investissement de leur capital sur les marchés financiers

⁵ Estimant que le prix des obligations grecques ne reflétait pas entièrement le risque lié à la situation des finances publiques, certains hedge funds commencèrent à parier sur une baisse de ce marché. Devant la virulence des propos de la classe politique, certains n'hésitant pas - sans vergogne - à accuser les hedge funds d'être la cause de la crise, ces derniers battirent en retraite et se retirèrent du marché obligataire grec.