

## *Hedge Funds : un premier point après la crise estivale*

Thierry Béchu, Serge Darolles (SGAM Alternative Investments)

Après les turbulences de l'été, l'automne plutôt calme permet à tous les acteurs de l'industrie des Hedge Funds de reprendre leur souffle. Une belle fin d'année pourrait contribuer à effacer les stigmates de cette crise – un coup pour rien en quelque sorte ... Nous pensons au contraire, qu'au delà des simples chiffres, il est important de s'arrêter sur cet événement et d'en discuter les causes structurelles. Nous commençons par un premier point sur l'industrie, puis analysons le comportement des Hedge Funds pendant la crise de l'été. L'étude des moteurs de performance utilisés par ces fonds permet ensuite de mieux comprendre ce comportement.

### Un point sur l'industrie des Hedge Funds

Au vu des différentes statistiques sur les Hedge Funds, il apparaît dès le premier regard que la croissance des actifs sous gestion est exponentielle. En à peine quinze ans, ces actifs sont passés de 38 milliards à plus de 1600 milliards, soit 40 fois plus. Le plus gros acteur gère aujourd'hui à lui seul 43 milliards... Le nombre de fonds gérés a également connu un bon spectaculaire mais moins impressionnant (x15). Il ressort donc que la taille des fonds a significativement augmenté (165 millions en moyenne contre 63 millions). Cette concentration est également visible au regard du « *billion \$ club* » (selon le classement d'*InvestHedge*, ce club des principaux intervenants gère plus de la moitié des actifs). Ces évolutions s'accompagnent en parallèle d'une précarisation des fonds fraîchement lancés. On constate, en effet, que le nombre de nouveaux fonds créés semble avoir atteint un palier entre 1000 et 1500 par an depuis 2002 avec un pic à 2000 en 2005. A l'inverse, depuis 2005 les disparitions de fonds se sont nettement accrues (entre 700 et 800). Les nouveaux entrants font face à un environnement dégradé et ont de plus en plus de mal à atteindre le seuil de rentabilité. En conséquence, l'industrie trouve une tendance naturelle à la concentration. Cette concentration a pour corollaire le développement de nouveaux types de risque sur lesquels nous reviendrons.

Au-delà de ces chiffres, il est intéressant de figurer l'évolution du monde du Hedge Funds ou, autrement dit, de décrire les changements majeurs qui ont accompagné ce mouvement de concentration. Ils concernent notamment les stratégies mises en place, les acteurs impliqués et la clientèle concernée. Le premier bouleversement concerne l'équilibre entre les différentes stratégies d'investissement. Si le premier Hedge Fund créé par Alfred Jones en 1949 est un fonds long-short (fonds à la fois acheteur et vendeur d'actions utilisant donc la vente à découvert ainsi que l'effet de levier), la grande majorité des Hedge Funds entre 1970 et 1990 étaient des fonds directionnels, principalement des fonds global-macro (fonds jouant des thématiques macro-économiques essentiellement sur les marchés des taux d'intérêt et de devises). Les gérants de ces fonds disposaient à la fois d'une meilleure qualité d'information et avaient un talent redoutable pour en tirer profit. Ils étaient alors suffisamment peu nombreux pour afficher des performances annuelles exceptionnelles de 30 à 40%. En 1990, près de trois-quarts des actifs Hedge Funds étaient investis dans ce type de stratégies. Quinze ans plus tard, le paysage a totalement changé et la stratégie global macro ne représente plus que 10% des actifs. La suprématie revient désormais aux stratégies dites *equity driven* (*equity long-short, event driven, equity market neutral...*) qui pèsent près de 50% des actifs. On comprend mieux du même coup pourquoi l'industrie Hedge Funds est devenue plus dépendante de la performance des actions à court-moyen terme.

Le deuxième changement marquant concerne les acteurs. Initialement dominé par des gérants de niche ou boutiques indépendantes, l'univers Hedge Funds a depuis une dizaine d'années attiré les principales

banques d'investissement et les plus grandes sociétés de gestion d'actifs. Ces acteurs sont souvent présents sur les activités de plateformes de fonds dédiés ou *managed accounts*, de fonds de Hedge Funds et, dans une moindre mesure, de stratégies pures (soit gérées en interne, soit gérées par le biais d'une plateforme d'incubation). Si certaines boutiques restent très florissantes et gèrent plusieurs milliards de dollar, elles sont de plus en plus tentées par des rapprochements avec des grands institutionnels.

La troisième modification manifeste est intervenue coté investisseurs. Tandis qu'à ses débuts les Hedge Funds n'attiraient qu'une clientèle de particuliers haut de gamme attirée par les rendements exceptionnels, la diversité des investisseurs est aujourd'hui remarquable. Si les investisseurs institutionnels dominent désormais (banques, assureurs, caisses de retraite...), une démocratisation est perceptible chez les clients particuliers. Beaucoup de clients modestement fortunés de la banque privée investissent aujourd'hui une partie de leurs actifs dans des fonds de Hedge Funds. Cette tendance vers une plus grande démocratisation devrait s'accroître et atteindre prochainement la clientèle de détail, jusqu'à présent privée de toute possibilité d'investissement en fonds alternatifs.

L'ensemble de ces évolutions implique un changement profond du profil des performances. Les rendements observés des Hedge Funds ont fortement baissé au cours du temps. Par ailleurs, conséquence de la faillite du fonds LTCM en 1998 et de l'arrivée des banques et des gérants d'actifs traditionnels, le contrôle du risque est devenu une obsession des gérants Hedge Funds. Cela conduit naturellement à une baisse sensible de la volatilité des performances. Les Hedge Funds d'aujourd'hui ne ressemblent donc plus au Hedge Funds d'hier.

### Une industrie mature

Le comportement des Hedge Funds pendant la crise des sub-primes de l'été 2007 est un test grandeur nature pour apprécier le degré de maturité atteint par cette industrie. Nous pouvons constater qu'environ tous les 9-12 mois, l'industrie Hedge Funds subit une correction cyclique. La dernière était intervenue en mai-juin 2006 et il n'est pas surprenant qu'un nouveau choc intervienne une quinzaine de mois plus tard. Cette fois-ci pourtant un deuxième mécanisme était à l'œuvre : celui d'une crise majeure de liquidité, la plus grave depuis 1998.

En premier lieu, il est utile de rappeler que les Hedge Funds n'étaient pas massivement engagés dans le secteur des sub-primes. Par conséquent, les raisons des pertes des Hedge Funds sont multiples. On peut citer le crédit, les stratégies de *carry trade* et les stratégies liées aux actions et aux arbitrages hybrides (event driven, risk-arbitrage...) du fait de la baisse des marchés actions et de l'arrêt brutal des opérations de haut de bilan. Cependant, une des principales curiosités reste la très mauvaise performance des stratégies quantitatives d'arbitrage statistique. Les fonds de cette stratégie ne prennent généralement pas de position directionnelle systématique et ont donc très peu d'expositions aux marchés. En revanche, comme ils jouent des variations de prix de faible amplitude, ils utilisent du levier pour générer une performance attractive. Dans un environnement très volatile, certains fonds ont liquidé massivement leurs positions d'arbitrage suite à des pertes significatives. La similitude des paris pris par ces fonds représente alors un danger. Si tous les fonds vendent les mêmes actifs détenus en portefeuille et rachètent simultanément les mêmes positions vendues à découvert, l'impact sur les marchés de cette liquidation ne peut pas être nul. Elle conduit à un cercle vicieux où la réduction des risques renforce la dislocation des marchés. Ce phénomène a atteint son paroxysme le jeudi 9 août, date à laquelle la majorité des intervenants ont réduit significativement leur exposition. A partir de ce jour, les choses sont rentrées progressivement dans l'ordre, mais la plupart des fonds ayant coupé leur levier, ceux-ci n'ont pu récupérer qu'une partie de leurs pertes. De l'avis-même des principaux acteurs, cette situation est sans précédent.

La dislocation des marchés a principalement touché les stratégies à forte valeur ajoutée (dites stratégies d'alpha) qui, du fait d'une gestion prudente de leur risque, n'ont pas pu rebondir aussi fortement que les stratégies principalement guidées par l'exposition aux marchés (dites stratégies de beta). Contrairement aux chocs récents, cette crise a donc principalement pénalisé les fonds à forte capacité de création d'alpha.

Une fois passé l'orage, l'industrie s'est bien reprise et, à la mi-octobre, a déjà effacé une grande partie de ses pertes estivales. Les perspectives pour les prochains mois nous paraissent par ailleurs assez intéressantes : tout d'abord, la période du dernier trimestre est historiquement la meilleure de l'année pour les Hedge Funds. Ensuite, la plupart des fonds ayant réduit leur exposition, le risque d'une nouvelle baisse nous semble très réduit. C'est au contraire dans ce type d'environnement que les meilleures opportunités apparaissent. De nouvelles thématiques vont donc progressivement apparaître et permettre aux différentes stratégies de renouer avec des rendements positifs. En dépit de la crise de cet été, l'année 2007 pourrait donc s'achever sur une performance finale relativement attractive. Doit-on alors simplement oublier cette crise ? Sûrement pas si la croissance des actifs se fait dans une industrie où tous les acteurs utilisent des stratégies d'investissement proches !

### **Arbitrages de liquidité et d'information**

Il est difficile de comprendre la similitude dans le comportement des Hedge Funds pendant les périodes de crise sans s'arrêter sur les moteurs de performance employés. Sur le plan théorique, les marchés financiers sont supposés efficaces. Et cette efficacité est atteinte en théorie grâce à la présence d'acteurs dont le rôle est de profiter systématiquement des inefficiences ponctuelles. Les Hedge Funds (littéralement fonds d'arbitrage) s'inscrivent du fait de leur culture dans ce rôle d'arbitrage et sont capables de capitaliser sur les poches d'inefficacité. Afin de simplifier la présentation, nous allons décrire de façon schématique les deux principaux concepts d'arbitrage utilisés.

La première imperfection concerne la liquidité. Considérons un actif financier échangé en continu sur un marché. À chaque instant, le prix reflète l'équilibre entre l'offre et la demande. Si pour une raison quelconque, cet équilibre est ponctuellement rompu, le prix n'est plus représentatif de la valeur théorique de l'actif. C'est par exemple le cas si un investisseur vend l'actif de façon agressive et sur une courte période. Sans contrepartie, le prix décale à la baisse de façon artificielle : ce mouvement ne reflète aucun changement d'opinion du marché sur la valeur théorique de l'actif. Une fois le problème de liquidité passé, le prix de marché revient naturellement à l'équilibre. Mais le fonctionnement du marché est perturbé et le nombre d'échanges diminue. Dans cet exemple, il est facile de favoriser cette convergence en se mettant face au vendeur et en absorbant le déséquilibre jusqu'à la fin de la crise. C'est le rôle classique du faiseur de marché, ou *market maker*, que peut également jouer le Hedge Funds. Le gérant analyse en temps réel les décalages de prix importants et prend une position contraire dès qu'il estime que ce mouvement n'est pas justifié. La convergence du prix de marché vers le prix théorique assure un gain appelé prime de liquidité. Elle correspond à la rémunération que donne le marché contre la liquidité fournie par le fonds. Beaucoup de fonds d'arbitrage statistique fonctionnent de la sorte en multipliant le nombre de positions sur une multitude d'actifs, et dans le temps. L'existence de contrat de liquidité sur les composants des grandes valeurs de la côte montrent bien que, même sur des titres supposés très liquides, ce type d'imperfections existe. Par contre, si les montants investis sur ce type d'arbitrage augmentent, il est clair que les rendements diminuent.

Le second type d'imperfection est lié à la notion d'information. Un marché est efficace s'il assure une diffusion homogène de l'information à tous les intervenants. Analysons le cas simple d'un marché à un seul actif. Dans ce cas, toute modification de l'information a un impact instantané sur le prix de cet actif. Il est alors impossible de jouer ce mouvement de prix. En revanche, si l'information n'est pas diffusée simultanément à tous les intervenants, le marché met un certain temps à s'ajuster. Il existe alors des possibilités d'arbitrage que vont saisir les Hedge Funds *directionnels*. Le gérant analyse cette fois-ci les décalages de prix afin de détecter les prises de positions du marché sur une information nouvelle. Ils entrent alors en début de tendance. La difficulté est décalée à la gestion de la sortie une fois la convergence vers le nouveau prix d'équilibre faite. Prenons l'exemple d'une information positive sur la valeur d'un actif. Cette information touche un premier cercle d'investisseurs privilégiés qui achètent instantanément sur la nouvelle. Comme seulement une partie du marché est informée, le décalage de prix n'est que partiel et ne reflète pas toute l'information. Le gérant directionnel achète sur la hausse initiale et capture partiellement le décalage issu de cette mise à jour de l'information. En exploitant ainsi l'information, le fonds *directionnel* participe à sa diffusion, favorise le processus de

révélation du prix et encaisse la prime de liquidité payée par le marché au fonds pour avoir participé à l'efficacité. De plus en plus d'instruments financiers complexes, dits hybrides, dépendent de plusieurs types de marchés historiquement suivis par des équipes d'analystes distinctes. Cette organisation favorise les erreurs de valorisation, et donc ce type d'arbitrage. En revanche, plus les montants en jeu sur ce type d'arbitrage augmentent, plus les rendements diminuent.

L'implémentation pratique des arbitrages décrits précédemment demande le recours à des techniques d'investissement particulières. Il s'agit notamment de la vente à découvert pour capitaliser sur la baisse du prix d'un actif et du levier pour maximiser la diversification et la rentabilité des positions prises. Vente à découvert et levier sont importants car ils participent mécaniquement à la croissance des actifs gérés. Prenons maintenant l'exemple très simple d'un fonds qui suit en temps réel le prix d'un ensemble d'actifs sur une stratégie donnée. Chaque décalage positif du prix d'un des actifs pose une question d'interprétation : faut-il acheter (information) ou vendre (liquidité) ? Même en utilisant des filtres capables de séparer les deux phénomènes, il est difficile de ne pas commettre d'erreur. L'intérêt de l'arbitrage apparaît quand le taux d'erreur est inférieur (même très légèrement) à 50%. En multipliant les positions sur un nombre important d'actifs et dans le temps, le fonds devient capable de créer significativement de la valeur. Tout se raisonnement tombe si le portefeuille n'est pas suffisamment diversifié. La moyenne statistique ne fonctionne plus et la probabilité de ruine du Hedge Funds augmente. Dans un environnement tourmenté, avec une volatilité qui augmente, les stratégies utilisant beaucoup de levier souffrent. L'effet de la croissance des actifs gérés diminue les possibilités de diversification effective. Toute dégradation de la qualité du système entraîne des pertes. Et la multiplication des positions ne fait que multiplier ces pertes. Si tous les fonds ont basiquement la même stratégie, ils activent alors ensemble leur politique de gestion de risque, et même avec des portefeuilles diversifiés, l'impact sur le marché est dévastateur.

### **Perspectives**

L'analyse qui précède nous permet de comprendre que la cause profonde des difficultés rencontrées par la stratégie d'arbitrage statistique n'est autre que son propre succès et son corollaire en termes d'afflux de capitaux. Face à ce flux de capitaux, la nécessaire diversité ne suit pas. Les nouveaux capitaux ont tendance à se concentrer, créant du même coup des problèmes de liquidité au niveau même de la stratégie. Pour tout actif, même très liquide, il existe des goulots d'étranglement quand après une forte concentration, les investisseurs veulent sortir massivement, instantanément et sans contrainte. Dans ce contexte, une stratégie d'investissement peut se regarder comme un actif à part entière et peut donc devenir brutalement illiquide si un grand nombre de gérants prend simultanément la décision de sortir. Cette menace peut donc concerner tout type de stratégies victime de son succès.

Les deux talons d'Achilles du Hedge Funds sont donc tout d'abord la baisse tendancielle de leur taux de rendement, phénomène de long terme, et en second lieu le risque d'illiquidité provoqué par le succès croissant d'une stratégie spécifique. Comme dans n'importe quelle industrie, ces facteurs d'assèchement sont aussi les meilleurs vecteurs d'un renouvellement de l'industrie qui favorisera naturellement l'émergence de nouvelles stratégies et de nouveaux types de talents (comme cela a déjà été le cas lors de ces quinze dernières années). Le concept de convergence de l'expertise Hedge Funds vers des véhicules d'investissement issus de la gestion traditionnelle est une piste dont le sillon est déjà creusé. Le rôle du régulateur est, à ce niveau, potentiellement assez faible. Il peut surtout essayer de favoriser l'arrivée et l'émergence de nouveaux talents (incitations fiscales, organisation de pôles d'expertise, développement de l'incubation et à un niveau plus local, mise en valeur de la place de Paris en assouplissant notamment les contraintes d'investissement des fonds alternatifs...). Or, jusqu'à présent, le rôle du régulateur s'est surtout porté sur la demande en contrôlant, parfois à l'excès, l'accès de la gestion alternative aux particuliers. Aujourd'hui, au regard de la crise estivale, il devient de plus en plus difficile de justifier les soupçons portés à la gestion alternative quand les coupables semblent être ailleurs. Pourquoi empêcher les particuliers d'accéder à une gestion désormais mature et contrôlée, dans la plupart des cas, par les grands établissements de la place... Nul doute que les prochaines années verront l'essor d'une offre de produits alternatifs spécifiquement dédiée à une clientèle de détail.

Par ailleurs, il est utile de noter que si la performance des Hedge Funds a été médiocre pendant la crise, celle-ci a été assez distribuée (un nombre non négligeable de fonds a fini positivement) et surtout assez peu éloignée de celles enregistrées lors des récentes corrections Hedge Funds (mai-juin 2006, par exemple). Autrement dit, l'industrie a plutôt très bien digéré cette crise décennale. Ce comportement raisonnable étonne et rassure d'autant plus que certains acteurs de la gestion traditionnelle (fonds monétaires dynamiques en particulier) sont totalement sortis du cadre de risque qui leur était donné. Les raisons en sont assez simples : inadéquation entre les instruments utilisés et la liquidité des fonds (cf. recours excessif à la titrisation et aux produits structurés réputés illiquides en période de crise), manque de transparence dans la composition du portefeuille (complexité des instruments et des structures mis en place), absence de *marked-to-market* dans la valorisation des sous-jacents, absence parfois totale de diversification (dépendance à une seule classe d'actifs, voire à un seul secteur d'une seule classe d'actifs), méconnaissance du risque réel du portefeuille (VaR calculées sans rapport avec la réalité du risque). En conséquence, les pertes enregistrées par certains fonds monétaires sont fabuleusement disproportionnées par rapport aux performances préalablement réalisées. A nos yeux, cette crise confirme significativement le sérieux de l'industrie des Hedge Funds, toujours montrée du doigt et condamnée a priori. Pendant le même temps, elle montre que les coupables ne sont pas là où on les attendait. Les acteurs de la gestion traditionnelle ont très certainement des leçons à tirer de la crise et seraient sûrement inspirés de se rapprocher des standards appliqués en gestion alternative.