

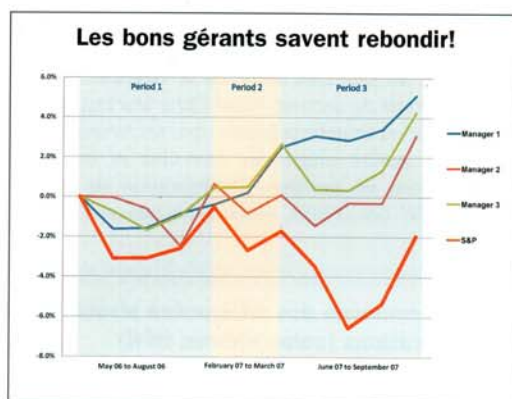
## HEDGE FUNDS

# Parce que le monde bouge

C'est au cours des phases baissières que l'on teste la qualité d'un gérant. Mais tous les mouvements de baisse ne se ressemblent pas et nombre de gérants long/short peinent à surfer sur des vagues de plus en plus violentes, constate Dariush Aryeh<sup>1</sup> de Fundana. Dans ce nouvel environnement, la taille, les contraintes d'investissement et le contrôle de risques deviennent les clefs de la performance.

**A**u court des années 90, il suffisait d'être simplement «long» pour dégager des performances. Au contraire, en 2000-2002, il fallait éviter cette stratégie et lui préférer l'arbitrage et le trading. Depuis 2003, le marché est devenu plus «criseux». Quoique soutenu par une bonne croissance économique, il est traversé, jusqu'à deux ou trois fois l'an, par des crises de plus en plus violentes. Aux baisses brutales succèdent de brusques remontées des cours, ce qui se traduit dans les indices par des pics en «V» plutôt que par les traditionnelles courbes en «U». «Ce sont les pertes encaissées durant ces périodes et l'incapacité de certains gérants long/short à profiter des rebonds qui expliquent leurs résultats médiocres», estime Dariush Aryeh. En effet, la plupart d'entre eux, surpris par la violence des baisses, se voient pratiquement forcés de vendre leurs positions les plus liquides, des positions qu'ils ne parviennent pas à racheter assez rapidement durant le rallye qui suit.

Compte tenu de la violence et de la fréquence de ces mouvements, la performance dégagée durant ces moments-là devient cruciale. Admettons qu'il se produise trois pics en V durant un exercice, si, à la fin de chaque mouvement, le gérant est parvenu à dégager 2 à 3% de performance, cela représente déjà un socle annuel de 6-9%. C'est dans cette optique que Fundana travaille depuis quelques années à la sélection de ses gérants de fonds de hedge funds. Cette approche lui a permis de dégager de bonnes performances, soit un rendement annualisé de 12% avec une volatilité inférieure à 5% et une grande stabilité des résultats. Et ce,



sans prendre de levier et sans risques supplémentaires.

### Le short: une ceinture de sécurité

De la part des gérants sous-jacents, cette stratégie exige naturellement un contrôle des risques à toute épreuve. «Au moment du krach, explique Dariush Aryeh, après avoir perdu 4-5%, ils doivent être en mesure de diminuer leur exposition au moyen de positions à découvert. Elles leur permettent d'enrayer la baisse, tout en les maintenant en position de profiter au maximum du rebond qui suit. On voit souvent le long/short comme une stratégie capable de gagner dans les deux sens, sur les positions longues comme sur les positions à découvert. C'est bien souvent une illusion, car les gérants capables de dégager systématiquement de bonnes performances sur leurs positions à découvert sont l'exception plutôt que la règle. A mon sens, les positions à découvert doivent plutôt être envisagées comme une «ceinture de sécurité», un instrument efficace et rapide pour diminuer son exposition et ainsi neutraliser les baisses de marché, sans avoir à se défaire de ses meilleures positions.»

Cependant, pour travailler de cette manière, la taille des investissements est primordiale. Les fonds de 4 à 5 milliards ne sont pas en mesure de réduire assez rapidement leur exposition. Imaginons qu'un tel fonds ait un milliard sur son côté short. Vu sa taille, il sera forcé d'être proche de l'indice et ne pourra guère compter sur plus d'une trentaine de bonnes idées de short. Or, sur le marché, il ne sera pas en mesure de trouver ne serait-ce que 200 millions par titre short, d'où sa faible réactivité. C'est d'ailleurs l'une des raisons pour lesquelles les meilleurs

gérants se mettent souvent à leur compte et ferment leurs fonds dès que le seuil des 150-200 millions est atteint. Et il n'est pas rare que les grandes structures financent elles-mêmes le démarrage de ce type de fonds, de manière à pouvoir éventuellement tirer parti de leur «matière grise». Revers de la médaille pour ce type d'approche privilégiant un strict contrôle du risque, en cas de fort rallye, elle aura tendance à faire moins bien que des pairs plus agressifs. Par contre, en cas de krach durable, la perte maximale devrait pouvoir être limitée à 5-7%. Ce type de situation n'est pas près de se produire, estime Dariush Aryeh. Selon lui, la période des «courbes en V» devrait perdurer, du moins tant que la croissance mondiale est au rendez-vous et que les liquidités continuent de rester très abondantes. ■

Véronique BÜHLMANN

<sup>1</sup> Dariush Aryeh est partenaire et cofondateur de Fundana. Créée en 1993, elle a été une des premières entreprises suisses indépendantes à se spécialiser sur la gestion alternative. A l'heure actuelle, ses actifs sous conseil sont proches du milliard de francs suisses.