

& BANQUE & FINANCE

N°67

Mai / Juin 2004

CHF 12.- / 8€



LOUIS BAZIRE

Le nouvel homme fort de BNP
Paribas Suisse



RALPH GUYOT (GL ASSET MANAGEMENT)

Football ou fonds de fonds:
Tout est dans le sélectionneur



CHRIS O'BRIEN (S&P INDEX SERVICES)

Indice ou fonds de fonds:
Le grand débat



Hedge funds

Le who's who

CONSEIL EN GESTION ALTERNATIVE

Où est Mozart?

Les afflux de liquidités dans la gestion alternative ont déclenché une véritable mutation de l'industrie. Du fait de leur taille, les grands *hedge funds* sont devenus directionnels ouvrant toute une série de nouvelles opportunités d'arbitrage. Les jeunes talents, nombreux, s'en saisissent. Face à ce foisonnement, les conseillers en gestion alternative sont confrontés à de nouveaux défis.



«A terme, l'essentiel de la gestion sera alternative, au sens où l'on ne se contentera plus «d'acheter et de voir venir»

DARIUSH D. ARYEH,
FUNDANA SA

P our répondre à une demande très forte ainsi qu'à l'intégration quasi systématique de la gestion alternative dans les grilles d'allocation d'actifs des banques, force a été de créer des fonds de *hedge funds* largement diversifiés. La rapidité de cette évolution, l'ampleur de la demande et son caractère plutôt conservateur ont conduit les promoteurs à des allocations sous optimales. A l'objectif de performance pure se sont partiellement substituées d'autres contraintes, de taille, de stabilité, d'ancienneté quant à l'historique de performance. Ainsi très naturellement, les grands fonds établis ont-ils été préférés aux produits plus jeunes et de taille réduite.

Si l'on revient à la définition d'un *hedge fund* qui est avant tout un produit d'arbitrage, il est évident que la taille constitue un obstacle majeur à la performance. Par exemple, lorsque la masse sous gestion d'un gérant *long/short* atteint deux, trois voire cinq milliards, il devient excessivement difficile pour lui de procéder à des ventes à découvert significatives sans que celles-ci ne créent de perturbations sur le marché. Il perd donc de sa capacité à gérer dynamiquement et ceci explique la tendance à l'aplatissement des performances moyennes de certains *hedge funds* dont les résultats s'approchent de plus en plus de ceux des fonds traditionnels.

Avec la généralisation de grilles d'allocation d'actifs qui prévoient une pondération de 20 à 30% pour les produits alternatifs – une industrie qui approche le trillion de dollars – les *hedge funds* sont devenus le marché dans bien des stratégies. Le cas est patent dans l'arbitrage de convertibles où cer-

taines des nouvelles émissions sont souscrites à 60-80% par les *hedge funds*.

Le tout alternatif arrive

Cette évolution ne remet nullement en question l'intérêt de la gestion alternative qui demeure une manière de gérer efficacement les actifs. En effet pourquoi limiter sa capacité de générer des plus-values au simple achat de titres alors que les gérants peuvent disposer de toute une panoplie d'instruments qui leur permettent de travailler activement le marché? A terme, et cette évolution est déjà visible dans un certain nombre de produits, l'essentiel de la gestion sera alternative, au sens où l'on ne se contentera plus «d'acheter et de voir venir». Mais comme nous l'avons montré plus haut, le corollaire de cette «massification» est la baisse tendancielle des plus-values pour les nouveaux produits standards.

En «faisant» le marché, les grands *hedge funds* créent des perturbations, c'est-à-dire de nouvelles possibilités d'arbitrage pour les gérants qui ne sont pas soumis aux mêmes contraintes. Nombreux ont été les cas de grands managers de *hedge funds* qui, voulant sortir de leurs positions, ont fait le régal de *hedge funds* plus petits qui ont déclenché un véritable «squeeze». Il existe donc bien une industrie de *hedge funds* qui a gardé son caractère très opportuniste. Toute la difficulté réside dans le choix des gérants.

Selon diverses sources, on compte aujourd'hui entre 6000 et 10 000 *hedge funds* contre quelques centaines à la fin des années 80. Compte tenu de la pression de la demande, la création d'un nouveau fonds est aisée et il est facile de lever des capitaux. Après deux à trois années de bonnes performances, la

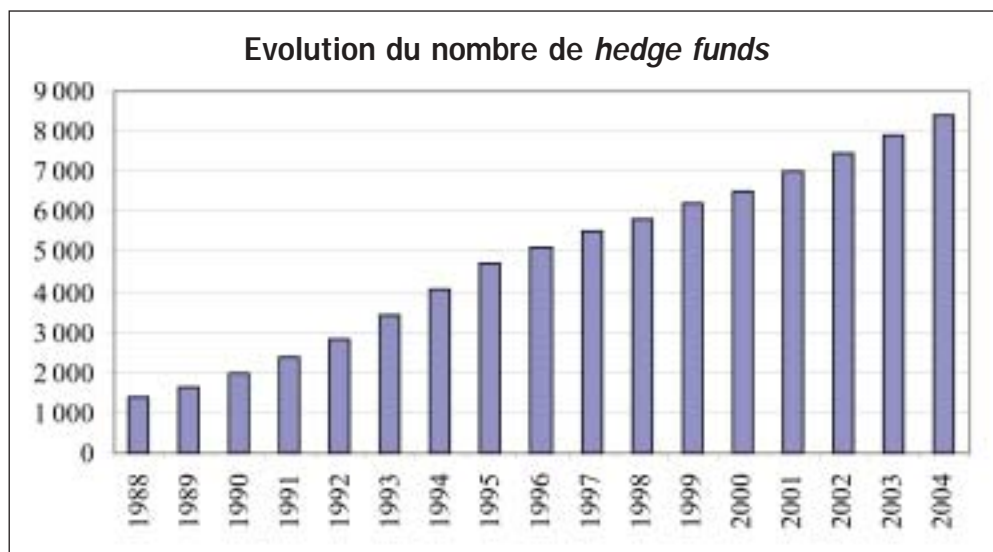
clientèle afflue et le fonds de 200 à 300 millions de dollars peut facilement voir ses actifs exploser, souvent au détriment de la performance. Si le gérant décide de fermer son fonds pour maintenir sa performance, et ceci est un phénomène de plus en plus courant, alors il sort de l'univers potentiel du sélectionneur. Ainsi, la taille de l'univers et la fermeture rapide des meilleures opportunités compliquent-elles singulièrement la tâche des conseillers en gestion alternative.

Conseillers en gestion: une seconde vie

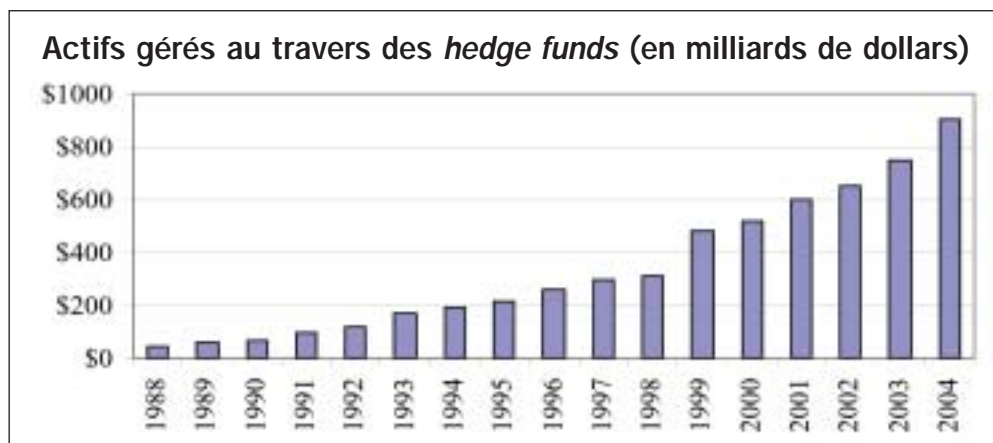
En revanche, l'environnement pour les conseillers devient plus favorable sur plusieurs plans. Si à la fin des années 90, les banques avaient eu tendance à internaliser toute la recherche, la cherté des analystes de *hedge funds* et leur mobilité élevée, ont amené les établissements financiers à travailler à nouveau avec des équipes de spécialistes externes, suivant en cela la tendance plus générale à l'architecture ouverte. Au point que l'on peut presque parler d'une «seconde vie» pour les conseillers en gestion. D'autre part, depuis deux à trois ans, on voit arriver sur le marché des «single managers» une pépinière de nouveaux talents. Contrairement à ce qui s'était passé dans une première phase où des gérants traditionnels se muaient quasi du jour au lendemain en «alternatifs», ce qui n'a pas manqué de provoquer un certain nombre de déceptions, les nouveaux venus sont fréquemment issus de grandes structures de gestion alternative. Ils possèdent des années d'expérience dans le domaine et exploitent des niches trop étroites pour intéresser les très grands fonds qui, le cas n'est pas rare, financent même leur démarrage. C'est dans ce vivier, très important aujourd'hui, que les conseillers en gestion sélectionnent les gérants capables de dégager des plus-values très significatives.

Entrer et surtout sortir au bon moment

La rapidité de l'ouverture et de la fermeture des nouvelles opportunités implique une capacité accrue de réaction de la part des investisseurs. Contrairement à ce qui était le cas il y a une dizaine d'années, on ne se «marie» plus avec un gérant de *hedge fund*, du moins pour ce qui concerne la partie la plus dynamique du marché. La question de la taille se pose en permanence et il faut



L'industrie des hedge funds a crû en moyenne de 20% au cours de la dernière décennie et sa croissance devrait rester soutenue. Le graphique ci-dessus illustre la croissance du nombre de hedge funds de 1988 à 2004.



La masse des avoirs gérés a augmenté de manière constante. Cette croissance devrait s'accroître ces prochaines années du fait qu'un nombre toujours plus grand d'investisseurs alloue une proportion croissante de leurs actifs aux hedge funds.

vérifier systématiquement les entrées/sorties de capitaux ainsi que la qualité des fermetures. Il n'est pas rare en effet que le label «fermé» soit utilisé à de simples fins de marketing. Inversement, sachant que les fermetures sont rapides, il faut pouvoir entrer très tôt chez le gérant, sans pour autant arriver précocement. Car en phase de démarrage, les risques opérationnels sont élevés et les taux de faillite conséquents. Entrer et sortir au bon moment devient un gage de performance et il s'agit d'un *know-how* qui ne s'acquiert que par un travail systématique et de longue haleine sur le terrain. ■

Dariusz D. ARYEH*

*Dariusz D. Aryeh est cofondateur et associé de Fundana SA, société de conseil en gestion alternative basée à Genève. Diplômé de l'Ecole polytechnique fédérale de Lausanne, Dariusz Aryeh a travaillé plusieurs années au sein de l'United Overseas Bank à Genève avant de créer avec Thomas Ian Alessie en 1993 la société Fundana. La société compte aujourd'hui une dizaine de collaborateurs et conseille plusieurs fonds de fonds alternatifs, des institutions financières ainsi que des personnes privées dans le domaine de la gestion alternative.

Site: www.fundana.com

SOURCE GRAPHIQUES: Van Hedge Fund Advisors International Inc., Nashville, TN. Pour la période 2002-2004, les chiffres correspondent à des estimations représentant des projections des dernières données disponibles.