

DÉCORRÉLATION

La fin d'un rêve théorique

La grande majorité des fonds de *hedge funds* ne parviennent pas à battre les indices. Pire encore, toutes les stratégies semblent vouloir se corréliser à la baisse. L'industrie des *hedge funds* est devenue trop pansue, trop institutionnelle, trop conventionnelle. La norme tue la performance. Comment retrouver du tonus? Dariush Aryeh de Fundana propose un retour au début des années 90: *small is beautiful again!*

Véronique BÜHLMANN

Avril 2005 aura été le mois le pire qu'aient connu les *hedge funds*, pire même que les mois difficiles de l'été 1998. En effet, la proportion de fonds affichant des pertes n'a jamais été aussi élevée et, hormis les spécialistes de la vente à découvert, aucune stratégie n'a été à la hausse. Il ne s'agit pas d'un simple accident de parcours mais de la manifestation du fait que les stratégies de diversification utilisées jusqu'ici par les fonds de *hedge funds* ne fonctionnent plus ou, du moins, donnent des résultats médiocres. Cela explique en partie l'engouement des investisseurs pour les produits indiciaires qui offrent, en outre, une excellente liquidité. Cette évolution tient à plusieurs facteurs. Les gérants sont littéralement étouffés par les afflux de capitaux et ne peuvent plus limiter leurs investissements aux meilleures opportunités mais doivent également se positionner sur des «seconds choix» pour remplir leurs portefeuilles. L'institutionnalisation de la demande restreint considérablement leur liberté de mouvement: les mandats de gestion sont trop restrictifs et la migration de style bannie. Enfin, quoiqu'en dise la théorie, un certain nombre de stratégies sont cycliques et offrent de plus ou moins bons rendements selon les configurations de marché.

La monomanie: un danger

Dans ce contexte, et compte tenu des longs délais d'entrée/sortie dans les *hedge funds*, une nouvelle approche de la diversification des portefeuilles s'impose. Il est tout à fait



«Mieux vaut se concentrer sur les stratégies porteuses dans une configuration de marché donnée et limiter le nombre de gérants dans chaque stratégie»

DARIUSH ARYEH

inutile d'investir auprès du meilleur gérant dans une stratégie donnée si, pour des raisons économiques fondamentales, la stratégie n'est pas en mesure de dégager des performances appréciables. Par exemple, même les meilleurs fonds d'arbitrage de convertibles n'ont pas réussi à produire de rendement sur les 12 derniers mois. Et

cela parce que les taux d'intérêt à la hausse, la volatilité et finalement le risque crédit étaient, d'un point de vue fondamental, peu favorables à cette stratégie.

Mais le malheur des uns créant souvent les opportunités des autres, un certain nombre de gérants est parvenu à dégager des rendements en procédant à la vente de convertibles à découvert. Dans leur cas, il ne s'agit pas d'un «style» particulier tel qu'on les trouve généralement définis dans les indices mais de gérants multistratégies actifs dans le domaine de la dette, y compris la dette convertible. Ces gérants, par leur organisation, se sont donné la possibilité de saisir de manière très opportuniste les occasions d'un marché nettement plus large que celui du seul arbitrage de convertibles.

Compte tenu de l'illiquidité de la plupart des *hedge funds*, cette approche multistratégies répond parfaitement aux besoins des investisseurs et en particulier à ceux des fonds de *hedge funds*. Car à vouloir disséquer trop finement les stratégies ou les styles pour construire le portefeuille idéal sur le plan théorique, l'investisseur se coupe de l'opportunisme qui est le cœur de la gestion alternative. On peut même affirmer que cette liberté d'action est un facteur essentiel de décorrélation, en particulier dans un univers alternatif où les masses sous gestion sont devenues considérables (1000 milliards de dollars), aussi importantes qu'elles l'étaient il y a quinze ans dans les fonds communs de placement.

La due diligence appliquée à la clientèle

Toutes les stratégies ne sont pas également affectées par la croissance considérable de l'industrie. Alors que le *long/short* reste

«Quand le modèle prend le dessus, l'industrie présente la légèreté du mammoth»

relativement épargné, les stratégies plus cycliques, notamment l'arbitrage ou les stratégies dépendant d'événements particuliers, sont plus touchées. Pour contourner le problème, les grands fonds spécialisés dans les fusions/acquisitions proposent des fonds à capacité limitée à quelques centaines de millions de dollars. Fermés pratiquement dès leur création, ces fonds sont offerts à une clientèle sélectionnée et diversifiée (en limitant les apports de chaque client, le fonds se protège ainsi des dangers de «l'institutionnalisation», c'est-à-dire sa prise d'influence sur la gestion et/ou le risque d'entrées/sorties majeures). La situation est telle aujourd'hui que certains *hedge funds* en viennent à effectuer une *due diligence* sur leurs clients de manière à éviter une mainmise des institutions bancaires. Contrairement aux fonds de pension, leurs engagements peuvent s'avérer très instables, notamment parce que la rotation du personnel au niveau des responsables d'allocations est élevée et se traduit par des rotations/réaménagements de portefeuilles importants.

Liberté et concentration

Dans cette situation, la construction traditionnelle de fonds de *hedge funds* basée sur une analyse *top down* pour l'allocation par stratégie puis *bottom up* pour l'allocation par gérant a toutes les chances d'aboutir à un portefeuille quasi indiciel. Pour éviter cet écueil, Dariush Aryeh estime qu'il vaut donc mieux se concentrer sur les stratégies porteuses dans une configuration de marché donnée et limiter le nombre de gérants dans chaque stratégie. Parce que l'industrie ne permet pas les allers-retours rapides, il préfère les gérants multistratégies opérant dans des marchés connexes et qui possèdent donc la latitude de s'adapter aux conditions de marché. Par exemple, à

un gérant axé exclusivement sur les titres à haut rendement, il préférera une équipe capable de travailler sur toute la gamme obligataire. A une spécialisation sur les fusions/acquisitions, il préférera une gestion également capable de saisir toutes les opportunités que présentent les réorganisations de capital ou d'investir dans les titres *distressed*.

Par ailleurs, pour éviter la dilution des performances, il préconise une concentration

des portefeuilles sur un nombre limité de stratégies porteuses. Ainsi, dans l'un de ses fonds de fonds, 60% des actifs sont répartis sur 12 gérants, le solde des 40 fonds utilisés dans le portefeuille représentant le reste et servant de «parachute permanent». Appliquée depuis deux ans, cette stratégie de concentration lui permet d'afficher des rendements à deux chiffres et ce, sans levier, ni volatilité excessive. ■

V.B.

L'ART DANS B&F



Vittore Carpaccio, Jeune cavalier dans un paysage, 1510