

ANALYSES & PLACEMENTS

Dans les *Hedge Funds* comme au cinéma, soyez futés!

...article de Cédric Kohler — www.fundana.ch



Cédric Kohler rejoint Fundana en 2011 en tant que responsable de l'Advisory. Précédemment, il a été responsable du département Hedge Funds Advisory et des fonds de Hedge Funds chez Lombard Odier, responsables des risques chez Citadel Investment Group à Chicago, ayant couvert également différents postes dans la gestion des risques chez Merrill Lynch en tant que directeur et chez UBS à New York et en Europe. Cédric Kohler détient un Master in Business and Finance de l'université de Warwick en Angleterre et une Licence en Sciences Economiques de la HEC de Lausanne.

Première scène: la dispersion des performances, un enjeu trop méconnu

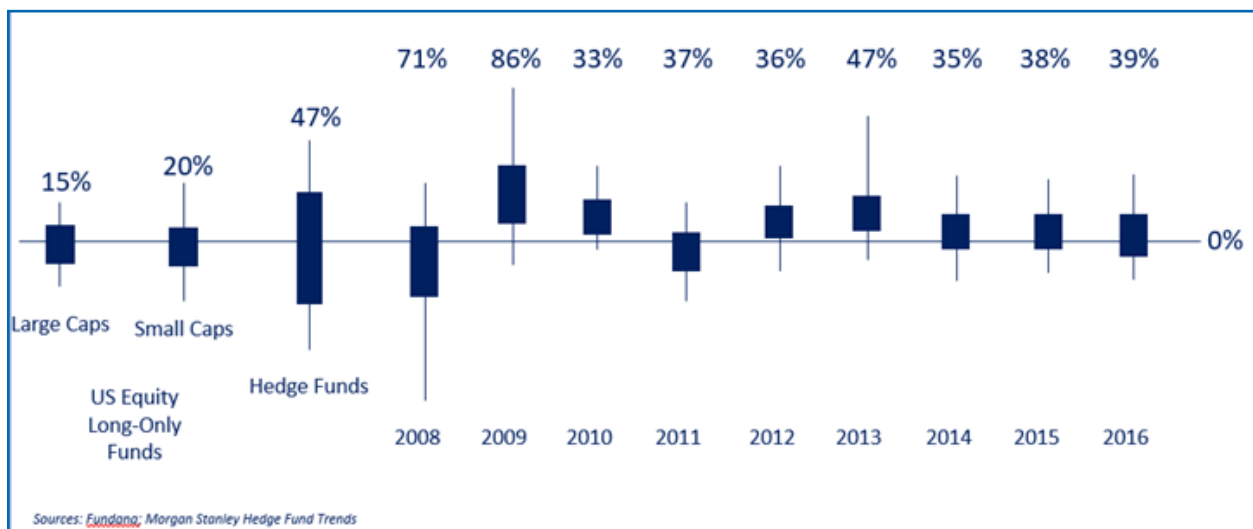
On entend souvent des investisseurs proclamer haut et fort que les *Hedge Funds* ne fonctionnent pas. Que les rendements de cette "classe d'actifs" ne sont plus aussi attractifs qu'avant et les risques trop importants pour justifier un investissement.

Mais ces investisseurs, sont-ils entièrement de bonne foi? Beaucoup d'entre eux ignorent un des risques les plus importants lorsqu'il s'agit d'investir dans les *Hedge Funds*: la dispersion des rendements. La différence de performance annuelle entre les meilleurs et les moins bons gérants est colossale et rend la sélection de gérants primordiale.

Comme le montre le graphique ci-dessous, la dispersion des rendements des *Hedge Funds* se situe en moyenne annuelle à 47%! En comparaison, la dispersion des fonds actions US long-only se monte à 15% sur les larges capitalisations boursières et 20% pour les petites capitalisations, soit deux fois moins! De plus, cette dispersion n'est pas stable dans le temps: elle a tendance à augmenter pendant et suivant les périodes de crise. En d'autres termes, même si votre indice *Hedge Fund* finit l'année en hausse, une mauvaise sélection de gérants peut facilement amener votre portefeuille à une performance négative.

Vous est-il déjà arrivé de sortir d'une séance de cinéma complètement déçu? Le film dans lequel jouait pourtant votre acteur préféré vous a laissé sans émotions. Vous n'y avez pas cru, trop conscient que, justement, vous regardiez un film! Combien de nos acteurs ou actrices favorites sont passés par des années d'errance, des périodes sans créativité, sans "mojo"? Pourtant, malgré une différence de performance manifeste entre leurs meilleurs et leurs plus mauvais films, vous persistez à aller les voir quand ils sont à l'affiche, n'est-ce pas? Alors, pourquoi en serait-il différemment avec votre allocation *Hedge Funds*?

Dispersion des rendements *Hedge Funds* et US long-only Funds



...cont'd on page 13

ANALYSES & PLACEMENTS

Dans les *Hedge Funds* comme au cinéma, soyez futés!

...article de Cédric Kohler — www.fundana.ch

L'ampleur de ce problème est sous-estimée même par les investisseurs professionnels. Dès lors, lorsque l'un d'entre eux vous dit que les *Hedge Funds* ne fonctionnent pas, il y a fort à parier qu'il parle implicitement de sa mauvaise sélection de gérants...

Certains pensent contourner le problème en sélectionnant les gérants les plus performants des dernières années, comme le cinéophile se rassure en choisissant le film où joue l'acteur fétiche du moment. Mais c'est ignorer que la performance des meilleurs *Hedge Funds* n'est pas durable. Cette approche génère, en règle générale, plus de déception que de valeur ajoutée et au lieu du chef d'œuvre espéré, l'amateur de cinéma se retrouve souvent face à un vulgaire navet.

Suspense: mais qui gagnera aux Oscars de la finance?

Alors, comment s'y prendre? Comment trouver les dix perles rares, les dix acteurs susceptibles de gagner aux Oscars de la finance, dans un univers qui compte plus de 10'000 gérants?

La méthode la plus optimale, à notre sens, est de dénicher un conseiller avec un vrai historique de performance dans le domaine, à savoir un *track record*. En d'autres termes, une personne, une entité ou un fonds dont vous pouvez vérifier les performances et vous convaincre qu'elles sont réitérables.

Ces conseillers ou gérants se font de plus en plus rare car le métier de sélection de gérants *Hedge Funds* est ardu. Si avant la crise de 2008, beaucoup se contentaient de fournir un accès au marché, ce rôle n'est aujourd'hui plus suffisant vu les nombreuses bases de données dédiées à ce domaine. Le travail de sélection est difficile car la performance des *Hedge Funds* n'est pas constante et l'on doit sans cesse comprendre d'où viennent les résultats (*alpha ou beta, performance des longs et des shorts, performance due au levier, à l'orientation du fonds, etc.*) et trouver de nouveaux

gérants. Il faut constamment se forger la conviction que les performances relèvent d'un processus et non du hasard et qu'elles sont, par conséquent, répétables. Enfin, il s'agit d'analyser si le gérant gagne sa vie en générant de la performance ou au travers de ses frais de gestion. Après tout, qu'est-ce qu'un *Hedge Fund* sinon l'essence même de la gestion de portefeuille sans contraintes?

Happy end: osez un conseiller

Bien sûr, la réponse dépend surtout des objectifs du client et de ses besoins. Si la plupart des investisseurs cherchent une décorrélation en lien avec leur portefeuille, celle-ci n'est pas forcément facile à percevoir. Comprendre comment l'alpha est créé pour une stratégie d'arbitrage sur les convertibles ou sur la volatilité n'est pas aisé et donc pas à la portée de tous les investisseurs.

Mieux vaut dès lors commencer avec une stratégie facile à saisir, performante, ajustée au risque et dont les sources de rendements sont clairement identifiables. La stratégie action long/short remplit tous ces critères. Mieux: les conditions de marché sont actuellement des plus propices pour un tel investissement (*valorisation élevée des sociétés, correction potentielle des marchés et environnement plus favorable à la sélection de titres "stock picking" qu'en 2016*).

A fin août, l'indice action long/short HFRI affichait +8.5% (HFRX +5.15%) et les meilleurs fonds de *Hedge Funds* dédiés à cette stratégie réalisent plus de 10% sur l'année. Mais attention: ne vous méprenez pas. Il y a environ 5'000 gérants action long/short au monde et donc une dispersion gigantesque. Alors, pour assurer le *'happy end'* et éviter un long-métrage en forme de nanar, faites comme au cinéma, soyez futés: lisez les critiques, appelez un conseiller!

Cédric Kohler

Responsable Advisory

FUNDANA

Membre du GSCGI



Fundana

A S S E T M A N A G E R