

INDICES

L'AGEFI

L'urgence de réinventer une industrie menacée

GESTION INDÉPENDANTE. Les grands changements réglementaires et la nouvelle politique fiscale remettent en question les conditions d'activité et l'existence même de la profession... ●●●

SUITE PAGE 8

PATRICK DORNER / PASCAL H. WIDMER / ALINA MITTAG / ANTOINE AMIGUET / PAUL-ANDRÉ MONNERAT / YVAN MERMOD / JEAN-LUC EPARS
BENOÎT DORMOND / JEAN-LUC BOCHATAY / OLIVIER COLLOMBIN / RUTGER VAN DER KROON / ALESSANDRO PELIZZON / NICK MORRELL
DARIUSH ARYEH / MICHAEL GERBER / WERNER PEYER / STEPHAN SIEDER / PRESCOTT ADDERLEY / DIETER MERZ / CYRIL PARMENTIER



Norberto Birchler (ARIF)

«Le tiers des gestionnaires indépendants aura disparu d'ici 2020»

ENTRETIEN / PAGE 6

Prévoyance: pourquoi le taux de conversion ne doit pas être réduit

MICHÈLE MOTTU STELLA / SWISSCANTO / PAGE 22

Olivier Feller estime hautement improbable l'éclatement d'une bulle immobilière en Suisse



FÉDÉRATION ROMANDE IMMOBILIÈRE / PAGE 26

Le changement d'environnement a modifié fondamentalement la manière de travailler

Spécialisée depuis environ vingt ans dans la sélection de hedge funds, Fundana a dû repenser sa méthode de sélection de gérants de hedge funds pour s'adapter à un monde en profonde mutation. Interview de trois responsables de l'établissement genevois: Dariush Aryeh, CIO et fondateur de la société, Michael Gerber, chef de la Recherche, et Nick Morrell, Chief Risk Officer.

Comment votre façon de travailler a-t-elle évolué durant ces dernières années?

Dariush Aryeh: Il faut bien resituer le contexte dans lequel nous opérons actuellement. Certains le surnomme le «new normal», d'autres la «grande récession». Peu importe quel nom restera mais ce qu'il faut comprendre, c'est que cette époque est non seulement caractérisée par un manque de demande et de croissance au niveau macro-économique, mais surtout par des soubresauts sur les marchés financiers de plus en plus fréquents. Les corrections de 2010, 2011 et 2012 ne sont qu'un avant-goût de ce qui nous attend. Tant que le processus de désendettement ne sera pas achevé, les marchés subiront des chocs similaires à ceux que nous venons de subir. Il est vital aujourd'hui de réaliser que nous vivons un vrai changement de paradigme.

Pour Fundana, en tant que sélectionneur de gérants de hedge funds, la façon de travailler ainsi que les choix qui en découlent sont fondamentalement modifiés par ce nouvel environnement. Il est primordial de se détourner des gérants qui n'acceptent pas ce changement de paradigme et pensent encore que leur seul talent de «sélectionneur de valeurs» est décisif. Ainsi les disciples de Warren Buffet restent convaincus qu'il suffit de dénicher les bons titres et que les drawdowns de 50% sont encore tolérables par les investisseurs. C'est une grosse erreur!

Pour nous, cette approche ne convient plus aux investisseurs et nous pensons que les gagnants de demain seront ceux qui non seulement limiteront les dégâts pendant les baisses de marchés mais qui seront aussi capables de redéployer du capital lors des rebonds. En d'autres termes, la construction de portefeuille va devenir une source significative pour l'alpha de demain!

Lors d'une correction de marché suivie d'un rebond (communément appelé un V), les erreurs les plus fréquentes chez le gérant moyen sont typiquement les suivantes: d'abord, entrer dans le V avec une exposition au marché trop grande; ensuite, doubler ses positions pendant la première jambe de la correction; enfin, couper complètement son risque tout en bas et ne pas pouvoir capitaliser sur le rebond.

Notre expérience nous a démontré que les meilleurs gérants dans le contexte actuel sont ceux qui entrent dans une correction avec des expositions relativement basses. Ce positionnement leur permet de rester en mode investissement, malgré un environnement défavorable et contrairement aux gérants qui se trouvent dans l'obligation de liquider un portefeuille trop opulent. Ces gérants prendront alors avantage de la baisse pour augmenter leur participation dans les titres pour lesquels ils ont la plus forte conviction et ainsi se concentrer sur ce qu'ils connaissent le mieux.

Ce sont ces gérants qui apportent une vraie différence et ajoutent de la valeur dans les portefeuilles de nos clients. Leur gestion du risque leur permet de générer des rendements dans un marché qui en bout d'année ne fait pas grand-chose mais qui inclut des baisses mensuelles -5% et -10% tels que nous l'avons vécu en 2011 et 2012. Ce sont ces gérants qui sont les stars de demain et c'est ceux-ci que nous voulons pour nos clients.

De plus en plus d'investisseurs choisissent de faire leur sélection de hedge funds eux-mêmes. Que pensez-vous de cette approche?

«CETTE ÉPOQUE EST CARACTÉRISÉ PAR DES SOUBRESAUTS DE PLUS EN PLUS FRÉQUENTS SUR LES MARCHÉS. LES CORRECTIONS DE 2010, 2011 ET 2012 NE SONT QU'UN AVANT-GOÛT DE CE QUI NOUS ATTEND.»



Nick Morrell, chief risk officer, Dariush Aryeh, CIO et co-fondateur de Fundana, et Michael Gerber, chef de la Recherche.

Michael Gerber: C'est effectivement très tentant pour un investisseur. Toutefois, nous recommandons toujours à ces investisseurs de considérer l'aide d'un conseiller. La réalité, c'est que la sélection de gérant de hedge funds est plus compliquée que l'on pense.

Prenez par exemple, la différence de rendement typique, sur une année, entre les meilleurs et les moins bons gérants (la dispersion). Alors que pour des fonds obligataires cette différence se situe autour de quelques pourcents, pour les hedge funds, sur les dix dernières années, elle dépasse en moyenne, les 65%! En 2011 par exemple, les meilleurs hedge funds ont produit un rendement moyen de +15% alors que les mauvais élèves concédaient des pertes de -30%! En d'autres termes, pour vos investissements en obligations, l'importance du choix du gérant n'est pas cruciale au vu de la faible différence séparant les vainqueurs des perdants.

A l'inverse, pour votre allocation en gestion alternative, la qualité de votre sélection peut générer une différence de performance significative pour votre portefeuille. Le fait qu'il existe plus de 10 000 hedge funds dans le monde, accroît encore le risque d'erreur sans une longue expérience dans le domaine.

Comment adaptez-vous votre gestion du risque dans cet environnement en profonde mutation?

Nick Morrell: Pour un responsable du risque, les fondamentaux, comme la surveillance de la liquidité et de la concentration ou l'identification des différentes sources de risques quan-

titatifs et qualitatifs restent bien sûr au centre des préoccupations. A noter que dans le contexte actuel, il est aussi essentiel de bien repérer les mélanges dangereux alliant concentration, illiquidité et levier.

Toutefois, aujourd'hui, dans ce rôle de surveillance, une autre thématique a fortement gagné en importance: comprendre d'où vient la performance d'un fonds sélectionné. Pour ce faire, chaque semaine nous procédons à l'exercice qui consiste à estimer la performance récente d'un fonds. Si le résultat annoncé par le gérant lui-même est trop éloignée de notre chiffre, nous le contactons immédiatement pour en comprendre la raison. Avec une stratégie du type long/short actions, l'origine d'un écart est plus facile à cerner étant donné le nombre réduit de motifs.

En bout de ligne, il n'existe que trois issues possibles. Premièrement nous comprenons d'où vient la différence et nous l'acceptons. Deuxièmement nous en comprenons l'origine mais n'en n'acceptons pas le principe. La troisième possibilité étant que nous ne comprenons tout simplement pas la raison de ce décalage. Ces deux dernières éventualités menant à une élimination pure et simple du fonds concerné.

Pour résumer, je dirai que nous voulons à tout prix garder la gestion de nos risques simple. Si nous ne comprenons pas ou ne pouvons pas vérifier un élément, nous ne sélectionnons pas. Cela limite notre horizon d'investissement certes, mais nous permet en même temps d'être beaucoup plus fiables par rapport au mandat que nous ont confié nos clients. ■



AGEFI magazine
Le complément thématique du quotidien

JOURNÉE DES
BANQUIERS

EN KIOSQUE