

HEDGE FUND MIRAGE OU OASIS?



Marc Zosso

CIO, Partner Prisminvest SA

«THE HEDGE FUND MIRAGE» DE SIMON LACK, RESPONSABLE DES INVESTISSEMENTS ALTERNATIFS CHEZ JP MORGAN DE 2001 À 2007, DÉFRAIE LE MONDE DES HEDGE FUNDS (HF). MAIS CES 175 PAGES PEUVENT SE RÉSUMER EN DEUX POINTS. PREMIÈREMENT, LES HF, MESURÉS À L'AUNE DU GLOBAL HEDGE FUND INDEX, AURAIENT RAPPORTÉ MOINS QUE LES LIQUIDITÉS EN DOLLARS SUR LA PÉRIODE ALLANT DE 1998 À 2010, ET CE SI L'ON RETIENT LE PRINCIPE DU RENDEMENT PONDÉRÉ PAR LES ACTIFS SOUS GESTION (AWR: 2,1%) ET NON CELUI DU RENDEMENT PONDÉRÉ PAR LE TEMPS (TWR: 7,3%). DEUXIÈME, LES MANAGERS D'HF ONT GAGNÉ PLUS QUE LEURS CLIENTS. UN PEU LÉGER! ON AURAIT PU ATTENDRE MIEUX DE MONSIEUR LACK QUI, EN SE RETIRANT AVANT LA CRISE DE 2008, CRACHE DANS LA SOUPE QUI L'A NOURRI.

Ce sont les investisseurs qui décident de leurs investissements et non pas les managers de HF. A-t-on blâmé l'industrie traditionnelle parce que les investisseurs sont entrés au top de la bulle technologique en mars 2000? Soyons sérieux! Les performances basées sur l'AWR sont tou-

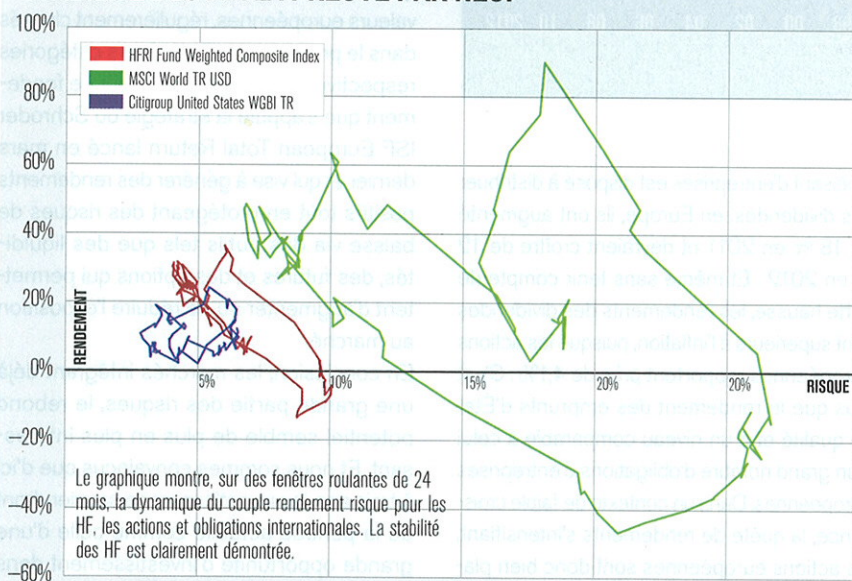
jours inférieures à celles calculées à partir du TWR pour la simple raison que les investisseurs tendent à acheter quand les rendements augmentent et vendent lorsqu'ils ont chuté. Ainsi le rendement pondéré par les actifs nous en dit plus sur le comportement des investisseurs que sur la perfor-

mance réelle des managers. Le Prof. Dichev d'Emory University a publié dans l'*American Economic Review* une étude sur le principe de l'AWR pour les actions. Sa conclusion est sans appel: les performances utilisant ce mode de calcul sont systématiquement inférieures aux stratégies buy and hold (TWR). Ainsi, toutes les classes d'actifs sont autant impactées par l'AWR que les HF.

Simon Lack oublie également de dire que, sur différentes périodes, les comparaisons sont en faveur des HF. Une recherche académique menée par Dichev et Gwen Yu de la Harvard Business School montre qu'entre 1980 et 2007 les HF ont surperformé le cash de 3,9% par an. Une récente étude publiée par le Imperial College portant sur la période 1994 - 2011, conclut que: «les HF donnent des performances ajustées au risque supérieures et diversifient les avoirs des investisseurs et ce, même durant les périodes économiques difficiles».

Simon Lack estime qu'entre 1998 et 2008 les managers ont gagné 379 milliards de dollars et les investisseurs 70 milliards. Cependant ces chiffres représentent des gains au-dessus du Treasuries et non des gains totaux, ce qui change considérablement le résultat. Rick Sopher, CEO de LCH, a estimé que l'industrie

STABILITÉ DES HF: LA PREUVE PAR NEUF



**PERFORMANCES DES HF ET DES PRINCIPAUX AGRÉGATS
DU 1.6.1997 AU 31.5.2012**

	Annual. Return	Annual. Vol.	Max Drawdown	Sharpe Ratio (Rf=3,5%)
HFRF Fund Weighted Composite Index	7.57%	7.50%	-21.4%	0.55
MSCI Monde TR	4.08%	16.86%	-53.7%	0.03
S&P 500 TR	4.80%	16.53%	-50.9%	0.08
US Treasury Bills 3 month TR	2.65%	0.53%	0.00%	N/A
Citigroup WGBI TR	6.06%	7.12%	-9.00%	0.36
Citigroup US TR	6.26%	4.69%	-5.00%	0.59

a retourné 557 milliards de dollars aux investisseurs sur la même période. Bridgewater, le plus gros HF avec des encours de 72 milliards de dollars, a dégagé, en termes nets, 36 milliards pour ses clients depuis 1975, dont 13 milliards sur la seule année 2011. La gestion traditionnelle se gave depuis de nombreuses années à 1% de frais de gestion pour une sous-performance chronique et des performances basées sur du bêta, est-ce normal?

Problèmes de méthodologie des indices

L'indice HFRX utilisé par Simon Lack n'est pas représentatif. Certains critères sont subjectifs comme ceux de considérer les VNI de manière journalière ainsi que des poids variables suite à une due diligence. Nous préférons, sans être la panacée, le HFRF Weighted Composite qui introduit la notion d'investissable et dont le poids est de $1/N$, ce qui d'ailleurs est proche de l'allocation des fonds de fonds. Sur la période commune d'avril 2003 à mai 2012, les rendements annualisés sont de 1,31% pour le HFRX et de 7,0% pour le HFRF. Cette différence est totalement incom-

préhensible sauf si l'on tient compte de la méthodologie hautement discutable du HFRX. Le biais du survivant est également un point à prendre en considération. Beaucoup de managers sortent des bases de données pour cause de mauvaises performances, mais d'autres en sortent aussi à cause de bonnes performances et d'autres n'y entrent jamais, comme Moore Capital! De la même manière, si l'on prend le S&P500, sur les 20 dernières années plus de 1000 entreprises en ont été les constituants et un certain nombre d'entre elles ont disparu. La technologie comptait pour 6,3% de l'indice en 1990, elle pèse actuellement plus de 18%! Cette évolution pose-t-elle un problème aux investisseurs traditionnels?

Les «vrais» problèmes

La réalité est que les HF ont donné de très bons résultats sur les 15 dernières années (cf. tableau), mais, et c'est une évidence, les HF ne performant plus autant qu'entre 1990 et 2007. Cela s'explique par des raisons «exogènes», liées à l'évolution du marché, et des raisons «endogènes», dépendant de l'industrie

elle-même. Depuis 2008, les marchés évoluent pour l'essentiel en fonction des fondamentaux macro-économiques, si bien que les titres n'ont jamais été aussi corrélés entre eux. En outre, les taux d'intérêt très bas pénalisent les HF qui peuvent détenir d'importantes liquidités, on pense ici notamment aux stratégies de valeur relative. Ces raisons exogènes sont totalement indépendantes des HF.

Pour ce qui a trait aux causes endogènes, elles viennent de la taille de l'industrie, de la réduction du levier disponible et de l'accroissement de la taille des HF. Lorsque nous avons commencé notre métier de sélectionneur de HF en 1994, nous n'avions, chaque année, qu'une petite dizaine de nouveaux gérants à analyser et une bonne moitié d'entre eux était intéressante. Aujourd'hui, cette proportion est tombée à 10%, et les nouveaux entrants se comptent, chaque année, par dizaines voire par centaines. L'industrie des HF passe donc par les mêmes chemins que la gestion traditionnelle et comporte seulement 20% de bons élèves.

Alors, n'en déplaise à Simon Lack, la seule vérité est que les HF attirent encore de l'argent frais. En 2011, l'industrie a enregistré un flux de capital largement positif, émanant notamment des institutionnels anglo-saxons. Et plusieurs études indiquent que les investisseurs envisagent d'augmenter leur allocation aux HF, étant donné les incertitudes sur les marchés et la faiblesse de la croissance mondiale. Ils ne considèrent donc pas les hedge funds comme un mirage mais plutôt comme une oasis. Seraient-ils parfaitement idiots? ■

Management international, communication d'entreprise / Management-Marketing, spécial pour sportifs d'élite
Management de projets sociaux et culturels / Management-marketing en alternance

MBA et e-MBA francophones

Formations diplômantes
Rentrées: janvier, avril, août et octobre



Renseignez-vous: 022 979 33 79
www.esm.ch