

POINT DE VUE

2003-2014 STANDARD & POORS 500 +178%, OBLIGATIONS US 10 ANS 51%
INDICE DES HEDGE FUNDS +27%

QUEL AVENIR POUR LES HEDGE FUNDS ?

Introduction

Sur une période de plus de dix ans, entrecoupée de la pire crise financière depuis la grande dépression des années trente, l'indice représentatif des plus grandes capitalisations américaines a clairement surperformé l'indice global de la gestion dite alternative. Les hedge funds ont beaucoup fait parler d'eux ces dernières années et ont été présentés, tantôt comme l'incarnation des pires dérives de la finance mondiale, tantôt comme la panacée idéale pour l'investisseur à la recherche d'un rendement satisfaisant avec un risque très faible. En tant qu'acteur financier, nous avons assisté depuis trente ans à la naissance de cette industrie et à son développement de part et d'autre de l'Atlantique. Il nous a paru intéressant de nous pencher, dans le cadre de cette analyse, sur cette industrie relativement jeune et qui a tant fait parler d'elle ces dernières années. Les hedge funds ont-ils délivré leurs promesses ? Représentent-ils réellement une classe d'actifs à part, décorrélée des investissements traditionnels ? Créent-ils vraiment de la valeur pour l'investisseur ? Peuvent-ils durablement surperformer les autres classes d'actifs ? C'est à toutes ces questions que nous tenterons, de manière non exhaustive, de répondre dans les pages suivantes.

La traduction du mot « hedge » en français est protection, ainsi les hedge funds devraient être des fonds de protection pour l'investisseur qui y place son argent. L'histoire nous a enseigné que telle n'a été de loin pas le cas. Alfred Winslow Jones est considéré comme le véritable pionnier de cette approche des marchés en créant son fonds d'investissement en 1949 dont la stratégie consistait à acheter des titres qu'il considérait comme étant bon marché et en vendant simultanément à découvert des actions qu'il jugeait comme étant surévaluées. Cette technique de gestion est toujours d'actualité et des gérants en ont fait leur spécialité sous le nom de « Long/Short equity fund ». Les hedge funds sont restés pendant longtemps discrets et seuls quelques investisseurs qualifiés y avaient accès. A la suite du krach boursier de 1973-1974, la plupart d'entre eux avaient disparu et en 1984, la société de recherche Tremont Partners n'en comptabilisait que 68. Dans les années 80 et surtout 90, des noms ont commencé à circuler dans les milieux financiers tels que ceux de John W. Henry, Paul Tudor Jones, Michael Steinhardt ou George Soros. La plupart de ces gérants avaient fait leurs armes dans les marchés à terme des matières premières, des contrats à terme ou des options dans les années 70, début 80, une période de forte inflation qui avait favorisé la volatilité sur ces marchés.

Dans un premier temps, ces gérants proposaient d'investir à travers des comptes gérés, généralement déposés auprès de brokers. Leurs services s'adressaient à des investisseurs privés ou institutionnels disposant de capitaux importants. Progressivement, l'industrie s'est structurée et a utilisé des fonds de placement comme véhicule d'investissement.

La glorieuse période des hedge funds

Les hedge funds ont gagné leurs lettres de noblesse durant les années 90. Le plus célèbre et médiatisé gérant de hedge funds, George Soros, s'est fait connaître du grand public en 1992 comme ayant été le financier qui aura fait capituler la Banque d'Angleterre, l'obligeant à utiliser ses réserves de change pour tenter vainement de maintenir la livre sterling dans le Système Monétaire Européen (SME). L'histoire aura retenu que pour la première fois dans l'histoire financière, un spéculateur aura eu à disposition suffisamment de moyens financiers, estimés à dix milliards de livres sterling, pour faire capituler une banque centrale, encaissant environ un milliard dans cette opération. En réalité, George Soros n'a fait que saisir une opportunité de marché car la livre sterling ne pouvait, en fonction des fondamentaux macroéconomiques de l'Angleterre, être longtemps maintenue à une telle parité surévaluée dans le SME. Ces situations se retrouvent souvent sur les marchés des changes où des pays tentent vainement de maintenir leur devise arrimée artificiellement à des paniers de grandes monnaies. A terme, les forces du marché et la réalité économique et financière finissent par prendre le dessus. L'histoire n'a pas retenu qu'en définitive le méchant spéculateur a rendu un grand service à l'Angleterre. La livre sterling flottant désormais librement a permis de relancer les exportations, abaisser les taux d'intérêt et finalement relancer la dynamique économique de ce pays insulaire. Il faut noter que George Soros a tenté par la suite de réitérer ce genre de coups financiers, pas toujours avec le même succès. Dans les années 90, les hedge funds profiteront de la baisse structurelle des taux d'intérêt à long terme et de la convergence des taux souverains des pays européens en vue de la création de l'Union monétaire et de la naissance de l'euro. Opportunistes, les hedge funds ont acheté des obligations à long terme et mirent du levier derrière leurs investissements en empruntant de l'argent contre les titres nantis en garantie, démultipliant ainsi les gains. Les hedge funds ont gagné, à cette époque, leur lettre de noblesse et leur réputation de fonds décorrés des marchés traditionnels : faible volatilité et rendements attrayants, en définitive le Graal pour l'investisseur. La relative bonne tenue en termes de performances pendant la période 2000-2003 suite à l'explosion de la bulle boursière liée aux valeurs technologiques finira de conforter l'intérêt des investisseurs pour cette classe d'actifs qui investiront massivement dans cette industrie durant les années 2003-2007. En revanche, la crise des Subprime et la crise financière de 2007-2009 mettront à mal bon nombre de fonds alternatifs et conduiront un certain nombre à faire faillite ou à se mettre en liquidation volontaire. Nous reviendrons sur ces événements et les conclusions à en tirer pour les investisseurs.

Le monde des hedge funds

La gestion alternative incarnée par le monde des hedge funds constitue un univers en soi, qui selon les fonds ou les stratégies appliquées, n'a plus grand-chose à voir avec la notion de couverture du risque ou de liens avec les marchés financiers classiques. Les stratégies mises en œuvre par les fonds alternatifs se concentrent principalement sur un certain nombre de styles de gestion. L'approche dite « global macro » consiste à appréhender de manière globale les marchés financiers et à appréhender le développement de tendances de fond. C'est une approche où le gérant déploie sa vision et prend des paris. Dans cette catégorie, on retrouve des noms comme John Paulson ou George Soros.

John Paulson a brillamment anticipé la chute du marché immobilier américain en 2007-2009, en pariant sur l'éclatement de la bulle immobilière et les instruments de financement hypothécaires tels que les fameux Subprime. Beaucoup de stratégies se sont développées dans la gestion alternative autour de la notion d'arbitrage (« convertibles arbitrage », « risk arbitrage,...») qui consiste à tirer parti d'aberrations de prix observées par le gérant en achetant et en vendant simultanément des instruments financiers pour capter ces inefficiences de marché. On inclut dans cette catégorie l'arbitrage d'obligations convertibles, sur les options, les dérivés mais aussi sur l'activité de fusion/acquisition lors de rachat d'une entreprise cotée par une autre. Les stratégies liées à la bourse sont généralement du type « long/short equity » où le gérant cherche à neutraliser les variations de la bourse en achetant des sociétés qu'il considère comme étant sous-évaluées et en vendant à découvert les actions qu'il estime être surévaluées pour une raison ou une autre. Il s'agit de la plus ancienne approche que nous avons évoquée dans l'introduction de cette étude. Le développement de l'informatique et l'apparition de nouveaux instruments financiers a contribué à une créativité quasi sans limite de gérants inventifs qui ont développé des modèles pour appréhender les risques et tenter de modéliser les marchés. Les traders systématiques utilisent des modèles informatisés pour générer des signaux d'achat et de vente et traiter les marchés sur ces bases-là. Les plus anciens dans cette catégorie sont les « Commodities Trading Advisors » (CTA) qui traitent principalement sur les marchés à terme et tentent de capter des tendances de marché. On pourrait également citer dans cette catégorie les traders à haute fréquence (High Frequencies Traders) qui ont développé des modèles de trading ultra rapide basés sur des algorithmes pour acheter et vendre quasiment à la vitesse de la lumière, une approche très controversée et sous l'œil des gendarmes boursiers dont la fameuse SEC. On citera encore la stratégie consistant à acheter de la dette décotée sur les marchés « distressed securities » en tablant sur un retour à meilleure fortune de la société qui les a émises. Cette stratégie s'étend aujourd'hui aux Etats souverains, à l'instar de l'Argentine, actuellement sous la pression du fonds américain Elliott qui a refusé les propositions de rééchelonnement de la dette et qui utilise toutes les ressources légales à sa disposition pour faire plier le gouvernement argentin et obtenir le remboursement à la parité. Les stratégies dites « events driven » consistent, entre autre, à prendre des positions stratégiques dans des entreprises et à faire pression sur les Conseils d'administration afin que ces derniers prennent des décisions afin de valoriser la valeur de leur société. On retrouve généralement la plupart de ces stratégies réunies dans des fonds de fonds afin de limiter le risque et la volatilité intrinsèque de ces différentes approches. L'objectif étant de générer une performance supérieure aux obligations, proche de celle des actions mais avec moins de volatilité, la réalité n'a pas toujours été à la hauteur des attentes des investisseurs. L'imagination des gérants de fonds étant sans limite, on trouve enfin des stratégies éloignées des marchés financiers traditionnels comme le financement de films, d'entreprises ne pouvant lever des capitaux sur les marchés financiers traditionnels ou auprès d'établissements bancaires classiques, des stratégies liées aux marchés émergents, à des rachats de polices d'assurance ou à la gestion de la volatilité.

Les hedge funds, une industrie profitable ?

L'industrie des hedge funds est une activité très profitable qui, fort de son succès initial, pratique des frais élevés en facturant souvent aux clients 2 % de frais de gestion et une participation de 20 % aux bénéfices. Simon Lack, un spécialiste de cette industrie, a mis en évidence, dans son livre « The hedge fund mirage, éd. Wiley » que durant la période allant de 1998 à 2010 les hedge funds ont généré une surperformance par rapport à l'investissement sans risque placé dans des bons du trésor américain à court terme de 9 milliards de dollars pour l'investisseur alors que les revenus encaissés par tous les intervenants actifs dans cette industrie se sont élevés à 440 milliards.

Cette industrie a donc conservé pour elle-même 98 % des profits générés. Simon Lack pose innocemment dans son livre la question de savoir où sont les yachts des clients ayant investi dans cette catégorie de placements. La rentabilité de cette industrie a attiré nombre de talents ces vingt dernières années, alléchés par la perspective de gagner rapidement beaucoup d'argent. Cette avidité a été l'une des raisons de certaines faillites retentissantes de hedge funds qui ont pris des risques démesurés alors que l'objectif initial consiste à protéger l'argent qui leur est confié par les investisseurs dans les périodes houleuses des marchés. Dans son ouvrage, Simon Lack met également en évidence une dimension rarement évoquée lorsque l'on aborde le sujet des hedge funds et qui est fondamentale dans toute activité financière, à savoir la relation de confiance qui s'établit entre le mandant et le mandataire, prestataire de services financiers. Cette relation fiduciaire, délicate, peut être source de conflits d'intérêt entre les objectifs poursuivis par les gérants de fonds défendant leur modèle d'affaires et les objectifs de placement des investisseurs. Contrairement à d'autres catégories de fonds de placement qui doivent offrir une transparence totale au niveau de leurs comptes ; dans l'industrie de la gestion alternative, ce sont les gérants de fonds qui fixent les règles. Ces derniers se réservent souvent le droit de ne pas dévoiler leurs portefeuilles aux investisseurs finaux, de peur que leurs approches particulières de la gestion puissent être répliquées par des opérateurs extérieurs. L'opacité de cette industrie s'est pleinement révélée au grand jour durant la crise de 2007-2009 et a certainement contribué à ternir la réputation des gérants de hedge funds. Les choses ont évolué dans les années qui ont suivi, la réglementation et la surveillance de cette industrie sont devenues plus strictes et les investisseurs ont pu poser leurs exigences en matière de transparence des investissements. De même, les investisseurs institutionnels ont pu négocier des conditions tarifaires plus avantageuses.

Les stars et les anges déchus

L'industrie des hedge funds est devenue, au fil des années, un univers en soi qui compte des milliers de fonds et dont la masse sous gestion a atteint des records au premier semestre de cette année avec plus de 3000 milliards de dollars investis dans les différentes stratégies de l'investissement alternatif. La plupart des gérants, actifs dans la gestion de hedge funds, viennent du secteur bancaire et financier et ont travaillé dans des salles de marchés pour le compte de banques ou de grands brokers. C'est dans ces institutions que la plupart de ces gérants ont été formés et ont développé leur domaine d'expertise. Le désir d'indépendance, un esprit entrepreneurial développé et la perspective de gagner beaucoup d'argent ont conduit nombre de traders à franchir le pas et à devenir leur propre patron. Les gérants de hedge funds viennent pour la plupart du monde du trading et cette formation appelle deux remarques qui sont rarement mises en évidence. Les traders ont une vision à court terme du marché, traitent en permanence et font croire implicitement que cette approche réactive est la meilleure philosophie pour gagner durablement de l'argent. Toutefois, encore faudrait-il, pour ce faire, que ces derniers soient en mesure d'anticiper et de saisir tous les mouvements de marché sans exception, ce qui est humainement impossible. L'autre aspect, peu évoqué, lorsque l'on s'intéresse à cette industrie est que nombre de gérants, qui ont été performants lorsqu'ils travaillaient pour de grandes institutions, ne le sont plus lorsqu'ils s'établissent à leur compte. Dans les salles de trading, les traders se trouvent au cœur du système financier et les flux d'ordres provenant de la clientèle institutionnelle permettent à ces derniers de capitaliser sur les grandes tendances de marché. Une fois assis derrière son écran, le gérant de fonds alternatifs devient un spectateur, au même titre que bon nombre de participants et perd cette dimension du marché qui faisait sa force. Ces remarques liminaires n'ont pas empêché des gérants de générer durablement des performances pour les investisseurs et de gagner l'admiration de leurs pairs. Malheureusement, c'est une industrie qui attire beaucoup d'appelés et qui ne produit que peu d'élus.

Parmi les gérants qui ont réussi à produire de l'alpha, c'est-à-dire à créer durablement de la valeur pour les investisseurs, on citera Paul Tudor Jones, Louis Bacon, Julian Robertson, Michael Steinhardt, Leon Cooperman ou George Soros. Malheureusement pour les investisseurs, les gérants réellement talentueux dans cette industrie se retirent souvent fortune faite et n'ont plus besoin de clients, se contentant de gérer leur patrimoine constitué au fil des années. On le constate, c'est une industrie constituée d'hommes, de visionnaires, ayant développé de réels talents et la pérennité des fonds est un problème aigu pour les investisseurs.

Nous citerons ici et de manière un peu ironique l'un des plus talentueux hedge funds au monde : la Banque nationale Suisse (BNS). L'institut d'émission monétaire suisse n'a pas eu besoin d'emprunter de l'argent pour investir sur les marchés mais l'a créé ex-nihilo depuis l'été 2011 lorsque la BNS est intervenue massivement sur le marché des changes afin d'endiguer l'appréciation du franc suisse durant la crise de l'euro. En rachetant sur le marché des changes tous les euros qui se présentaient à la conversion contre du franc suisse au taux plancher de Chf 1,20, la BNS a imprimé des sommes considérables de francs suisses qui ont gonflé l'actif du bilan de la banque centrale suisse pour atteindre aujourd'hui 453 milliards de francs suisses, soit quasiment l'équivalent du PIB suisse. En bon gestionnaire, la BNS a placé cet argent créé artificiellement sur les marchés financiers en achetant des obligations et des actions suisses et internationales. Quel hedge fund, dans ses rêves les plus fous, ne voudrait pas se trouver à la place de la BNS ?

L'industrie de la gestion alternative a également produit nombre de catastrophes et conduit des gérants à clôturer des fonds au plus mauvais moment ou à faire faillite alors que la dénomination du hedge funds est pourtant synonyme de protection. Qui se souvient encore des fonds Manhattan ou Granit qui ont disparu en 1994 ou du fonds LTCM qui a été à l'origine d'un risque systémique pour l'industrie financière et bancaire en 1998 et qui a nécessité l'intervention de la Banque centrale américaine.

Les performances parfois époustouflantes générées par la gestion alternative ont attiré de nombreux investisseurs alléchés uniquement par le rendement sans prendre conscience que la rentabilité obtenue l'a été grâce à un recours à l'endettement, c'est-à-dire avec un effet de levier important. En définitive, nous considérons que c'est certainement l'aspect le plus difficile à gérer dans la finance. Or, à partir du moment où un gérant, quel qu'il soit, fait appel à de l'endettement pour tenter de maximiser les rendements espérés, il prend un risque énorme qui, dans nombre de situations, a été à l'origine de catastrophes financières. Cela a été le cas du fonds LTCM qui, malgré des techniques de gestion sophistiquées, a littéralement explosé, faisant courir un risque énorme au système financier global. On a également observé des situations où des gérants ont fermé leur fonds à la suite de mauvaises performances, remboursé les investisseurs au plus mauvais moment et en ouvrant un nouveau peu de temps après. La logique mercantile de telles décisions était que suite à la baisse de la valeur des actifs figurant dans le portefeuille du fonds, le gérant ne percevait plus de primes à la performance et qu'il faudrait trop de temps pour revenir au niveau antérieur. C'est ce que certains membres participant à la gestion du fonds LTCM ont fait quelques années après la faillite retentissante de ce véhicule de placement.

Le législateur américain a tenté, suite à la crise de 2007-2009, de réglementer davantage cette industrie et éviter, entre autre, que les grands établissements deviennent des hedge funds en soi et ne créent un risque systémique bancaire. Dans les faits, la règle Volcker, du nom de l'ancien président de la banque centrale américaine, a été sensiblement édulcorée lors de son approbation par les députés et sénateurs des deux chambres législatives.

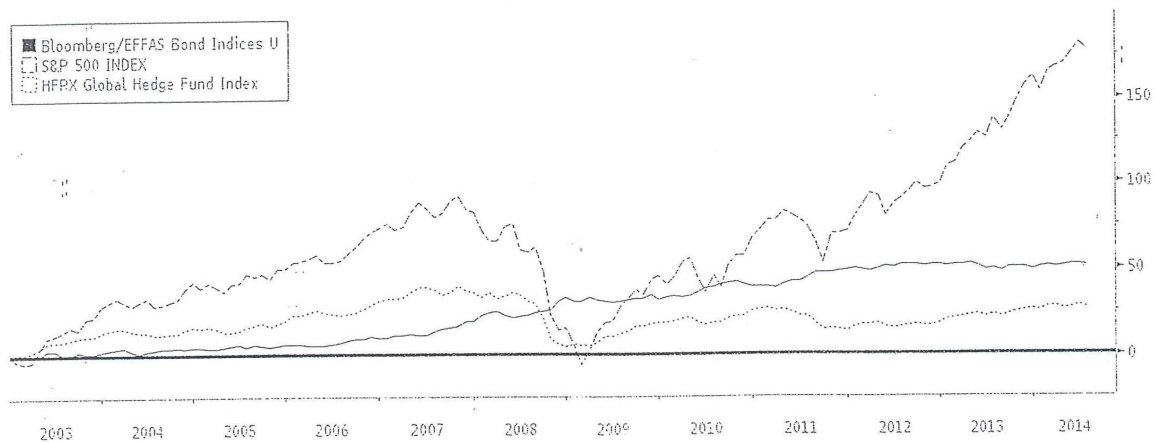
Un jeu à sommes nulles

Un risque, rarement appréhendé par les investisseurs, est celui lié à la liquidité du marché. La liquidité se définit comme étant la possibilité pour l'investisseur de traiter en tout temps et dans de grands volumes sans que les prix ne subissent trop de fluctuations. Beaucoup d'instruments financiers utilisés par la gestion alternative sont illiquides par nature, traités de gré à gré entre un nombre de participants restreints et lorsque la liquidité s'assèche, que le marché se disloque, les pertes s'accumulent très vite. C'est la situation qui s'est passée dans la crise de 2008 avec les Subprime. Il aura fallu l'intervention de la Confédération helvétique et de la Banque Nationale Suisse pour sauver l'UBS de la banqueroute, reprendre les actifs toxiques à travers un fonds de stabilisation (« stabfund ») et attendre quelques années pour pouvoir réaliser les positions illiquides accumulées par le géant bancaire suisse aux pieds d'argile. La gestion alternative est friande de stratégies utilisant des instruments dérivés tels que les options, les swaps, les contrats à terme de type « futures » et tous les dérivés de crédit dont les abréviations sont CDO, CMO et CDS. L'histoire de la baleine de Londres est intéressante car elle reflète cette situation et les dérives que la finance internationale a encore connue après la crise de 2007-2009. La « Baleine de Londres » était le surnom donné à Bruno Iksil, le responsable d'un département londonien de la banque américaine JP Morgan. Monsieur Iksil, l'un des traders les mieux payés au monde, avait pris avec son équipe de grosses positions dans des dérivés de crédit appelé Credit Default Swaps (CDS), instruments traités de gré à gré, destinés à se garantir contre le défaut de paiement d'une entreprise ou d'un Etat. En cas de faillite d'un débiteur qui a émis des emprunts obligataires sur le marché, le vendeur de CDS doit verser une certaine somme à l'acheteur qui a acquis ces instruments, système proche de celui de l'assurance. Or, l'équipe de Monsieur Iksil a vendu au début de l'année 2012 des CDS en grande quantité sur ce marché, faisant le pari que les sous-jacents considérés ne feraient pas faillite et estimant que la banque JP Morgan n'aurait pas à verser de primes aux acheteurs de ces produits de garantie. Les acteurs présents dans ce marché, dont nombre de hedge funds, se sont rendus compte que la banque avait accumulé d'énormes positions, se sont ligüés contre elle, forçant la banque à clôturer ses positions dans un marché illiquide alors que l'ampleur des positions accumulées mettait à mal la gestion des risques de la banque. Cet exemple met en évidence les deux risques que nous évoquions dans les lignes précédentes, à savoir le manque de liquidité des marchés des dérivés, traités de gré à gré, et le fonctionnement de ces marchés où pour chaque transaction, il y a un émetteur et un acheteur et, finalement un gagnant et un perdant, soit un jeu à somme nulle. Cette affaire a fait les titres de journaux pendant quelques jours lorsque JP Morgan a dû annoncer l'ampleur des pertes subies mais cela n'a pas eu de conséquences sur les marchés et n'a pas provoqué ce que l'on appelle un risque systémique car, en définitive, les instruments traités étaient tellement loin de la réalité économique qu'il ne s'agissait, somme toute, que d'une partie de poker entre de gros joueurs qui ont misé entre eux, le perdant étant JP Morgan qui avait parié sur le mauvais cheval et qui a dû signer un chèque de plus de six milliards de dollars.

Les hedge funds ont-ils joué leur rôle de diversification des placements ?

Warren Buffett, l'un des plus talentueux investisseurs de notre époque et parmi les plus connus dont la stratégie d'investissement se situe aux antipodes de celles adoptées par la gestion alternative, avait fait le pari en 2007 que dans les dix ans à venir, les hedge funds ne battraient pas les actions, prenant pour référence l'indice Standard & Poors réunissant les 500 plus grandes sociétés américaines. A ce jour, il a largement gagné. Sur la période allant de 2003 à aujourd'hui ; l'indice global des hedge funds HFRX, qui fait référence dans l'industrie, n'a non seulement et de loin pas battu les actions mais a délivré la moitié de la performance de l'indice des obligations du Trésor à 10 ans (voir graphique ci-dessous).

Il est étonnant que la performance de l'indice des hedge funds n'ait pas mieux rebondi depuis la crise de 2007- 2009 et que l'indice n'ait pas retrouvé les sommets de 2007. Il faut ajouter, sans vouloir jeter de l'huile sur le feu que l'indice HFRX ne prend en compte que les fonds ayant survécu alors que l'histoire de l'industrie a été parsemée, comme nous l'avons évoqué, de fonds qui ont été liquidés suite à de mauvais résultats ou qui ont fait faillite. Certes, la décorrélation avec les autres classes d'actifs est manifeste mais elle se traduit par une performance globale très décevante.



Quel avenir pour les hedge funds ?

L'industrie de la gestion alternative n'a clairement pas délivré ses promesses à l'intention des investisseurs ces dernières années et nous en avons fait la démonstration dans cette petite étude. Néanmoins, nous ne pensons pas que cette approche de la gestion soit morte, mais qu'elle est appelée à évoluer. Les hedge funds incarnent une certaine forme d'innovation dans l'approche des marchés, dans les techniques de gestion et de contrôle des risques. On pourrait faire le parallèle avec la formule 1 dont les développements technologiques ont profité à l'industrie automobile dans son ensemble. A notre avis, la gestion alternative représente un style de gestion mais ne peut être considérée comme une classe d'actifs en soi ; elle doit retrouver son objectif originel qui consiste à protéger les patrimoines investis en valeurs mobilières d'une volatilité excessive qui réduit les performances à long terme. En conséquence, la gestion alternative devrait s'intégrer pleinement dans un portefeuille existant de type institutionnel, tel que celui d'un fonds de pension, d'un « family office » ou d'une compagnie d'assurances afin de protéger les actifs d'à-coups violents des marchés. C'est en conclusion à travers une approche innovante, sur mesure, que nous considérons que les hedge funds auront un rôle à jouer dans le futur et donc un avenir.