

Trouver un nouveau souffle

En cette période de crise financière, les OPCVM de fonds alternatifs, dit ARIA 3, rencontrent des difficultés. Celles-ci sont de deux natures extrêmement différentes puisque l'une tient à l'actif et l'autre au passif.

Du côté de l'actif que se passe-t-il ? Nombre de hedge funds réalisent des pertes inhabituelles liées à la situation des marchés et peinent à trouver du financement, pour ceux qui utilisent un effet de levier. Cela impacte naturellement les fonds ARIA 3 qui investissent dans ces hedges funds.

Revenons un instant à la sémantique. Un hedge fund est comme sa traduction l'indique un fonds d'arbitrages. Le vocable "spéculatif", s'il devait être utilisé, devrait l'être dans son sens étymologique : "speculare", c'est-à-dire réfléchir. Un arbitrage, que ce soit dans une logique de non exposition au marché ou dans une logique directionnelle (long/short), revient à identifier une inefficience de marché et à "parier" sur la disparition/réduction de cette inefficience pour une raison logique et préalablement identifiée. Il en va ainsi des arbitrages sur les fusions/acquisitions, des arbitrages sur les obligations convertibles... comme des arbitrages directionnels.

Dans ces arbitrages directionnels (long/short), le gérant est clairement exposé au marché (d'actions généralement). Il investit alors dans des sociétés dont il estime qu'elles ont un potentiel de hausse plus fort que celles qu'il va, à contrario, "shorter", c'est-à-dire dont il pense que le cours peut soit baisser soit moins monter que celles dont il est "long".

C'est pour ces raisons fondamentales que les fonds dits d'arbitrages génèrent, sur moyenne période, un rendement positif de l'ordre de deux fois le taux sans risque. Les mauvaises années, ils donnent un rendement nul ou faiblement négatif. De leur côté, les fonds directionnels long/short captent en moyenne 2/3 de la hausse de l'année pour ne subir que 1/3 de la baisse. La décorrélation a souvent été prônée par les gérants alternatifs. Mais, et je ne peux que renvoyer le lecteur à nos présentations, si individuellement chaque gérant tente, peut-être, de générer un rendement absolu, la collectivité des gérants, elle, rentre bien dans cette logique implacable : les facteurs de risque - ie les bêtas - de l'alternatif ne sont que partiellement décorrélés des marchés et s'il est un cas certain où la décorrélation n'existe pas, c'est bien celui de la crise de liquidité.

La littérature académique et le vécu des survivants de la crise LTCM de 1998 ont toujours été clairs sur ce point : en cas de crise de liquidité, les inefficiences atteignent alors des paroxysmes proches de l'hystérie collective, et seul celui qui tient ses positions peut espérer gagner car lorsque le calme revient, les inefficiences se réduisent. Ainsi fut le cas des performances de la gestion alternative après chaque crise...

La crise actuelle étant à l'évidence la plus grave qu'ait connue le monde moderne, il n'est pas surprenant que les "performances" enregistrées par la majorité des fonds alternatifs soient aussi les plus décevantes. De nombreux fonds ne peuvent justement tenir leurs positions et sont obligés de vendre dans la panique ambiante, dans des conditions défavorables.

Il n'en demeure pas moins que les promesses sont tenues en ce qui concerne les fonds de fonds directionnels et que l'ampleur des pertes sur les fonds d'arbitrages purs, pour désagréables qu'elles soient, sont loin d'être irrecevables dans le contexte d'irrationalité actuelle.

Performances comparées des fonds UFG Alteram et des principaux indices

	Depuis 01/01/2008	% de baisse du			
		S&P 500	FTSE Eurostoxx	Hong Kong	Nikkei
Alteram Trésorerie Plus	- 3,7 %				
Alteram Arbitrages	- 6,2 %	16 %	12 %	11 %	12 %
Alteram Global Alternatif	- 8,8 %	22 %*	18 %	16 %	18 %
Alteram Event	- 8,8 %	22 %	18 %	16 %	18 %
Alteram Asia	- 16,0 %			30 %	32 %
Alteram long/short Europe	- 12,0 %		24 %		
Alteram Stratégie Actions	- 16,0 %	40 %	32 %	30 %	32 %
Alteram Stratégie Futures	15,0 %	- 38 %	- 30 %	- 28 %	- 30 %
Performance depuis 01/01/2008					
		S&P 500	FTSE Eurostoxx	Hong Kong	Nikkei
		- 40 %	- 50 %	- 54 %	- 50 %

Données arrêtées au 24/10/2008

* Ainsi, par exemple, pour notre fonds multi-stratégies (Alteram Global Alternatif) son pourcentage de baisse n'est que de 22 % du S&P 500.





Notons que les fonds de futures maintiennent également leurs promesses : celles de prendre des tendances, enregistrant ainsi une performance positive de 15 % depuis le début de l'année.

Du côté du passif, la situation des fonds de fonds alternatifs de droit français est devenue problématique. Dans le contexte actuel de recherche de liquidité et de crise financière, les fonds de fonds doivent faire face à des demandes de retraits importantes. La réglementation encadrant l'actif étant bien adaptée, la grande majorité des gérants, dont UFG Alteram, ne rencontrent pas de difficultés particulières sur la gestion de l'actif. Par contre, à la différence de la majorité des fonds de fonds alternatifs de droit étranger, la réglementation française autorise une valorisation quotidienne, et des sorties avec préavis ou non. En tout état de cause, ces conditions sont différentes de celles des hedge funds dans lesquels les fonds de fonds sont investis. Cet "avantage" de la réglementation des OPCVM ARIA, et qui revient donc à une transformation, a permis un fort développement de la multigestion alternative en France. Celle-ci a rencontré beaucoup de succès par l'introduction de ce type de fonds en support d'Unités de Compte dans l'assurance-vie ou par le développement des produits autour du monétaire dynamique.

Il est malheureusement nécessaire de constater aujourd'hui que, dans des conditions anormales de liquidité, le comportement de la majorité des investisseurs est identique et que les OPCVM ARIA, dans leur fonctionnement, rencontrent des limites sur deux points :

- dans des journées où les marchés peuvent monter ou baisser de 10 %, travailler sur des valeurs estimées peut introduire des biais significatifs dans l'égalité des porteurs et il devient impératif de se donner

le temps de calculer une valeur liquidative reflétant la réalité des actifs détenus,

- la liquidité des hedge funds étant elle-même réduite et non immédiate, des retraits significatifs peuvent également entraîner des déformations importantes des portefeuilles, voire, dans le cas le pire, l'impossibilité pure et simple de faire face aux remboursements demandés par les porteurs.

C'est clairement dans cet esprit de respect des investisseurs que le Groupe UFG, comme la grande majorité des acteurs de la Place a décidé de suivre les dispositions offertes par l'AMF.

Quelles sont les conséquences prévisibles pour l'industrie des hedge funds ?

Penchons-nous de nouveau sur les perspectives "de l'actif". De nombreux fonds vont disparaître. Ce n'est pas un problème en soi, les médias ont tendance à se focaliser sur le sensationnel, mais il faut garder raison. Combien de fonds "traditionnels" long only disparaissent chaque année par liquidation, fusion, absorption... ? Vraisemblablement plusieurs milliers de par le monde. Espérons simplement que le darwinisme fonctionnera correctement et que les plus forts, ou les mieux adaptés, survivront.

S'il existe une certitude, c'est bien celle que les banques vont réduire leurs activités de "banque de financement" pour compte propre et cela de manière très significative. De même, l'introduction de produits structurés dans la gestion classique risque de se réduire drastiquement... Cette réduction très forte de la concurrence aura nécessairement un impact positif sur la performance des arbitrages et donc des hedge funds. Revenons une fois de plus aux fondamentaux : les déséquilibres actuels des marchés créent des opportunités exceptionnellement propices à l'arbitrage et au "stock-picking".

2009 pourrait bien être un grand cru pour la gestion alternative et cela même si la direction des marchés d'actions n'est pas forcément très positive.

Sur le plan du passif, les concepts sur lesquels est née la gestion alternative restent valides : les marchés ne montent pas jusqu'au ciel, les inefficiences existent, les marchés peuvent être plus ou moins durablement baissiers (regardons le Japon) et la protection du capital est plus importante que le fait de suivre un indice.

La gestion alternative s'est largement démocratisée ces dernières années pour de bonnes et de mauvaises raisons. Le besoin de réduction de risque face à des marchés de capitaux de plus en plus corrélés est une bonne raison : c'est la recherche de bêtas. La croyance en une performance absolue sans risque est une mauvaise raison, de même que l'exigence d'une liquidité totale sur des stratégies qui nécessitent du temps.

D'une manière générale, je pense que l'investisseur gagnant sera celui qui saura combiner de manière optimale pour lui, c'est-à-dire en tenant compte de ses réels besoins de performance et de liquidité, l'intégralité des placements possibles, allant des actifs "mark to market" aux actifs "mark to model". Les fonds alternatifs, certes moins liquides mais mieux adaptés, feront incontestablement partie des outils nécessaires à la réalisation de ces objectifs. Il est désormais nécessaire de réfléchir en 5 dimensions : l'espérance de rendement, le risque de perte acceptable sur la durée du placement, l'horizon de temps envisagé, la liquidité recherchée et la volatilité, qui devient également un indicateur de stress acceptable ou non pour l'investisseur.