

# Les perspectives des hedge funds

Condamner toute l'industrie du fait d'une brève période de consolidation est injuste envers les nombreux excellents managers.

Nils Beitlich, Head alternative investment research chez Credit Suisse Private Banking & Wealth Management, explique que si la classe d'actifs se restructure, elle va bénéficier des nouvelles réglementations et demeure un placement attractif à long terme.

**L'univers des hedge funds est large et assez difficile à naviguer. Quels sont les grands principes à retenir pour aborder ce secteur? Les pièges à éviter?**

Pour être honnête, la plupart des instruments financiers sont assez difficiles à naviguer. Tout un chacun prétend comprendre ce qu'est une action, mais la plupart des investisseurs seraient en terrain glissant si on leur demandait quelle est la situation financière de leurs plus grosses participations. C'est d'ailleurs assez normal: il serait assez présomptueux de demander à chaque investisseur d'être complètement familier avec les différents actifs et investissements disponibles. Ainsi, si je sais que mon automobile a des freins, je l'emmène au garage lorsqu'il s'agit de les réparer.

Mon premier conseil est donc: si l'on ne comprend pas quelque chose, on n'y touche pas. Si l'on n'a pas la capacité, ni les ressources pour le comprendre totalement, mais que l'on en a néanmoins l'utilité, il faut faire appel à des professionnels. De la même manière que j'ai besoin d'un mécanicien professionnel pour réparer mon auto, certains investisseurs ont simplement besoin de professionnels du hedge fund pour les guider dans le processus d'investissement.

Mon deuxième conseil est: obtenez toujours une image complète. S'il n'y a pas de doute que l'alpha ne peut qu'être exploité et le risque réduit grâce à un audit méticuleux bottom-up, la crise financière nous a aidés à comprendre que les rendements des hedge funds ne sont pas seulement tirés par les betas et les talents des gérants. Il y a d'autres sources de rendements, appelées «alternative betas», qui peuvent expliquer une partie substantielle des rendements des hedge funds.

Dans des conditions de marché normales, les stratégies «alternative betas» telles que l'illiquidité sont une source de rendement attractive. Le problème est que ces stratégies pourraient se retourner contre les gérants lors de conditions de marché difficiles. La bonne nouvelle est que ces risques peuvent être mesurés et évalués à travers une recherche top-down efficace.

**L'industrie des hedge funds fait face à une pression croissante sur sa structure de frais (notamment de gestion).**

**Quelle est votre analyse? Est-ce qu'elle devrait être revue? Si oui, comment?**

D'aussi loin que je me souviens, la structure de frais des hedge funds a été critiquée. Même avant la crise financière, les grandes institutions avaient commencé à négocier les frais: ce simple fait est la réponse au débat dans son ensemble.

La structure des frais des hedge



funds devrait être fonction de la demande et de l'offre. C'est d'ailleurs le cas. Si un manager offre à ses investisseurs un excellent produit et une performance nette satisfaisant leurs besoins, ces derniers seront prêts à payer 2% de frais de gestion et 20% de commission de performance, ou plus encore. Si le gérant est nouveau et n'a pas encore généré la demande qu'il escompte, il doit et devrait réduire ses frais pour améliorer son track record et attirer plus de capitaux.

La question importante, dans ce contexte, est si le gérant est bon ou mauvais - et celle-ci ne peut malheureusement trouver une réponse que dans les performances. Le vrai défi est d'identifier et de mesurer les sources de rendement (betas) d'un gérant donné de manière à mieux comprendre comment il crée sa performance spécifique (alpha), et si cette performance justifie sa structure de frais.

**Que pensez-vous des exchange traded funds (ETFs) cherchant à répliquer les stratégies de hedge funds? S'agit-il de bons outils d'investissements?**

**Quels sont leurs inconvénients?**

Si je suis convaincu de l'utilité de la réplification de hedge funds comme un moyen alternatif d'investir, je pense qu'il est important de la séparer de l'investissement «réel» dans des hedge funds. Tous les gérants ne sont pas générateurs d'alpha - mais certains d'entre eux le sont. Or, la réplification est une approche purement beta. Les investisseurs n'auront pas accès à cet alpha en investissant dans les stratégies de réplification.

Nos études internes des «alternative betas» ont démontré que l'alpha est pour l'essentiel éliminé au niveau des indices élargis. Les investisseurs cherchant l'équivalent de hedge funds largement diversifiés devraient donc se concentrer sur les stratégies de réplification: ils recevront des rendements proches de ceux des hedge funds, avec une plus grande liquidité et moins de frais. Ensuite, ils peuvent éviter l'essentiel du risque opérationnel associé à l'investissement dans un fonds de hedge funds ou un fonds unique.

Le principal risque des stratégies de réplification est leur incapacité à répliquer l'ensemble des stratégies des hedge funds. Par exemple, les stratégies global macro sont basées sur le trading d'un univers d'instruments virtuellement infini. Ce sont des stratégies éminemment opportunistes et varia-

bles par nature. Elles sont donc impossibles à répliquer car le marché et les stratégies «alternative betas» ne sont pas stables, même sur une courte période.

Un autre défaut des stratégies de réplification est évidemment leur méthodologie et leur mise en pratique. Quels que soient les outils que ces stratégies utilisent pour exploiter les différents vecteurs de beta d'une stratégie de hedge funds, ils sont affectés par un effet de latence.

Il est possible de dresser quelques analogies intéressantes avec les fonds suivant les tendances de marché. Les réplifications de tendances essaient d'exploiter les tendances de marché en analysant les prix. Toutefois, pour exploiter une tendance, ces prix de marché devraient suivre une direction pour un temps donné, sans quoi les gérants vont manquer certaines composantes de la tendance. Ceci est aussi vrai pour les stratégies de réplification: afin de calculer les positions au beta actuel pour un style spécifique de stratégie, ils doivent «regarder en arrière» sur plusieurs périodes, ce qui en fait automatiquement des «suiveurs d'exposition au beta».

**La recherche montre une forte corrélation entre l'indice de hedge funds HFRI equity hedge index et le S&P 500 (environ 0,9, voir graphique). Est-ce que cela signifie que les hedge funds ne diversifient plus les risques? S'ils ne produisent plus d'alpha, quel est leur rôle?**

Il est vrai que le HFRI equity

hedge montre une forte corrélation avec les actions. En même temps, il n'y a rien de nouveau ou de surprenant. Rien de nouveau, car à l'exception de la crise financière, l'indice a démontré une haute corrélation avec les actions (environ 0,8) au cours de la dernière décennie. Rien de surprenant, car les gérants long/short equity ont par nature une corrélation relativement élevée avec les actions.

Les indices de hedge funds long/short sont les plus aisés à reproduire. Seuls quelques facteurs sont nécessaires à la réplification de stratégie long/short car le gérant typique se restreint aux échanges sur le marché action. L'attribution de sa performance est donc uniquement basée sur la performance du marché actions et peut-être quelques facteurs liés au style, à l'illiquidité et à l'effet de levier. Du fait de la progression du PNB mondial et à l'inflation, la performance du marché actions est attendue à la hausse à long terme. La plupart des managers long/short a donc un certain biais «long». Cela augmente nécessairement leur corrélation aux marchés actions.

Une des raisons pour lesquelles les indices de hedge funds sont plus aisés à répliquer que d'autres apparaît quand l'alpha est limité. L'essentiel des rendements est alors expliqué par le beta. Au niveau de l'indice, ceci est certainement vrai pour les fonds long/short. Toutefois, un indice est seulement l'agrégation de gérants individuels et donc l'alpha est habituellement dilué dans la diversification. Si deux managers figurent dans un indice, que l'un surperforme le marché de 10% (et donc produit un alpha substantiel) tandis que l'autre sous-performe le marché de 10%, en moyenne ils produisent un alpha nul. Ceci illustre encore une fois la nécessité d'une recherche bottom-up.

Même si elles produisent moins d'alpha que les autres stratégies, le rôle des stratégies liées aux actions ne devrait pas être sous-estimé. Si les corrélations sont parfois élevées, ces gérants peuvent aider à diversifier un portefeuille

d'actions et d'obligations. Plus encore, ils sont une bonne opportunité pour les investisseurs qui souhaitent bénéficier d'une exposition au marché mais avec une moindre volatilité.

**Les hedge funds étaient l'outil d'investissement privilégié de quelques individus fortunés. Depuis, la classe d'actifs a crû à un total d'actifs sous gestion estimé à 2200 milliards de dollars. A-t-on atteint le pic d'activité du secteur?**

**Existe-t-il encore des opportunités de croissance?**

Oui, bien sûr. L'industrie des hedge funds est en cours de redéfinition. Il existe plusieurs réglementations en voie d'adoption qui, une fois mises en pratique, devraient créer une classe d'actifs plus attractive, plus transparente et plus fiable. Qui plus est, du fait de nouvelles réglementations, certaines stratégies qui avaient été mises en place par de grandes banques d'affaires (stratégies de trading propriétaire) ne peuvent désormais plus être pratiquées que par des hedge funds.

N'oublions pas que le succès à long terme de cette classe d'actifs est unique. Les hedge funds existent depuis un demi siècle, période au cours de laquelle (à l'exception de quelques fiascos rares et proéminents) ils ont délivré des résultats exceptionnels. Condamner toute l'industrie du fait d'une brève période de consolidation est injuste envers les nombreux excellents managers et détourne les investisseurs d'opportunités d'investissement extraordinaires. Les raisons sont donc nombreuses de continuer à croire dans les hedge funds, et je ne vois aucune raison à ce que ce succès s'interrompe.

INTERVIEW:  
CYRIL DEMARIA

LE PRINCIPAL RISQUE DES STRATÉGIES DE RÉPLICATION EST LEUR INCAPACITÉ À RÉPLIQUER L'ENSEMBLE DES STRATÉGIES DES HEDGE FUNDS.

## Samsung intéressé par Sharp

*La prise de participation de 3% devrait se faire par une augmentation de capital.*

Le groupe électronique sud-coréen Samsung Electronics s'apprête à investir dans le groupe nippon spécialiste des écrans à cristaux liquides Sharp, via une augmentation de capital de ce dernier, a affirmé hier soir sur son site internet le journal économique japonais *Nikkei*. Sharp devrait émettre dans le courant du mois de nouvelles actions à destination de Samsung qui débourserait alors environ 10 milliards de yens (83 millions d'euros) pour prendre 3% du groupe japonais.

Cet apport de fonds devrait permettre à Sharp d'améliorer sa situation financière dégradée par une chute de rentabilité due à une détérioration du marché des téléviseurs et écrans et à une concurrence très féroce qui tire les prix vers le bas.

De surcroît, Sharp fournirait de la sorte des dalles d'écrans de TV et smartphones à Samsung. Selon le *Nikkei* les deux entreprises, pourtant rivales depuis des années, ont conclu un accord hier et devraient faire une annonce officielle aujourd'hui.

Qui plus est, toujours d'après la même source, Sharp fournirait en priorité à Samsung les écrans LCD de smartphones et tablettes notamment produits dans l'usine

de Kameyama (centre du Japon), ce qui permettrait d'élever le taux d'exploitation des chaînes. Sharp approvisionne déjà en écrans du même type le groupe américain Apple, principal concurrent de Samsung sur le segment des smartphones.

Pour Samsung, l'achat de dalles d'écrans à Sharp devrait lui permettre d'éviter de lourds investissements nécessaires pour élever ses capacités de production. Sharp et Samsung étudieraient même des collaborations dans d'autres domaines.

Le groupe japonais, qui prévoit de finir l'année budgétaire le 31 mars avec une perte nette de 450 milliards de yens (3,7 milliards d'euros), s'active depuis des mois pour

**HSBC: vente de portefeuille de prêts**

La banque britannique HSBC a annoncé hier qu'elle allait vendre des portefeuilles de prêts aux Etats-Unis pour 3,2 milliards de dollars (environ 2,45 milliards d'euros). HSBC Finance Corporation, filiale de la banque, a signé un accord en vue de vendre à la société américaine SpringCastle Acquisition LLC ses portefeuilles de prêts personnels et de prêts immobiliers. HSBC va par ailleurs vendre son unité de gestion des prêts basée à London, dans le Kentucky, ainsi que les bâtiments à la société Springleaf, qui contrôle SpringCastle conjointement avec la société Newcastle Investment. La cession des portefeuilles de prêts devrait être finalisée au deuxième trimestre, a précisé HSBC dans un communiqué. Cette opération «est la poursuite de la stratégie de repositionnement des opérations américaines de HSBC», a commenté Patrick Burke, directeur général de HSBC Finance Corporation. Les résultats de la banque avaient été fortement plombés durant la crise financière par une montagne de créances «toxiques» aux Etats-Unis, qui l'avaient obligée à engloutir des dizaines de milliards de dollars sous forme de provisions.

**AUSTRAL: cession de la participation dans Sacyr**

La société Austral (groupe Torreal) a annoncé hier avoir vendu sa participation de 9,6% dans le groupe espagnol de BTP Sacyr Vallehermoso qui a publié récemment une perte nette de 977,5 millions d'euros en 2012, plombé par sa part dans Repsol. Dans le même temps, la banque Goldman Sachs a annoncé hier soir avoir acheté la totalité des parts vendues par Austral et en avoir déjà revendu une partie, l'équivalent de 2,792% du capital de Sacyr, pour 20,3 millions d'euros selon la procédure de vente accélérée. Austral indique, dans un communiqué transmis à la CNMV (autorité des marchés financiers espagnols), avoir vendu 42,698 millions d'actions sans préciser le montant de la vente, qui atteindrait environ 76 millions d'euros selon le cours de clôture d'hier (1,712). «La société Austral, qui appartient au groupe Torreal, a vendu 42.697.938 actions, représentant 9,623% de Sacyr Vallehermoso», indique l'entreprise sans plus d'explications.

trouver des partenaires industriels et financiers.

Il avait signé en mars 2012 un accord avec le taiwanais Hon Hai (plus connu sous son appellation commerciale Foxconn) qui devait entrer dans son tour de table à hauteur de 9,9% pour un prix de 550 yens par action.

Par la suite, du fait des résultats calamiteux de Sharp, le cours de son action a dévissé, rendant caduques les discussions antérieures sur le prix à payer par Hon Hai.

Les deux sociétés s'étaient contractuellement donné jusqu'au 26 mars prochain pour conclure, mais les négociations seraient désormais interrompues, selon une partie des médias nippons. ■