

Chronique hedge funds

La liquidité, un critère déterminant pour le ratio rendement/risque



Olivier Bézégues*

Dans l'univers alternatif, la liquidité reste un sujet délicat. Sujet d'autant plus d'actualité qu'un nombre croissant de gérants alternatifs ont recours à des termes de liquidité de moins en moins attractifs. En effet, dans quelle mesure la liquidité annuelle d'un fonds va-t-elle affecter la nature d'un ratio rendement/risque? Quels sont les bénéfices et les coûts liés à cette illiquidité et les risques qui y sont associés? De nombreuses études académiques et de nombreux ouvrages se sont penchés

sur cette problématique. Nous n'en retiendrons que les éléments les plus marquants.

La caractéristique de tous les investissements à caractère liquide réside dans leur fongibilité, c'est-à-dire leur capacité à être changés à moindre coût et sans discontinuité en cash. Mais cette liquidité est-elle réellement un avantage? En effet, Nassim Taleb dans son ouvrage *Fooled by Randomness* démontre qu'un investissement avec une espérance de rendement de 15% et une volatilité de 10% a une probabilité de 93% de fournir un rendement positif après une année. Néanmoins, ce même investissement a une probabilité de seulement 50% de donner un rendement positif dans la seconde qui suit. Cet exemple bien connu montre qu'en éliminant le bruit et en se concentrant sur des périodes de détention plus longues, les

caractéristiques rendement/risque intrinsèques d'un investissement ont une plus grande chance de réalisation pour un horizon temps qui correspond en général à l'horizon temps de calcul de ces caractéristiques.

De nombreuses stratégies, notamment celles qui fournissent des rendements très attractifs, sont des stratégies basées sur des sous-jacents relativement illiquides. Ces stratégies telles que l'activisme ou le distressed ont parfois des lock up (1) de plusieurs années et des liquidités annuelles, liquidités qui tendent à se rapprocher des liquidités du Private Equity. La période de réalisation de la plus-value est parfois longue, la restructuration d'une entreprise en faillite pouvant prendre quelques semestres, au même titre que le changement de direction d'une société.

Cependant, les rendements mensuels de ces stratégies présentent aussi la corrélation sérielle la plus élevée. Cette corrélation sérielle positive et non marginale trouve ses sources dans la nature illiquide des investissements des fonds. L'évaluation de la valeur liquidative des actifs se calcule très souvent sur la base de moyenne ou en utilisant le prix minimum donné par une série de contreparties. Ce type de pratique aboutit inévitablement à un lissage des rendements. De plus, ces stratégies sont inévitablement liées à la confiance des investisseurs, bien connue pour sa capacité à s'auto-renforcer dans un sens comme dans l'autre.

Une étude académique (2) parue en 2002 montre que sur une série de 12 hedge funds affichant un niveau non négligeable d'auto-corrélation positive sur les séries de rendements mensuels, le ratio de Sharpe est

surévalué en moyenne de 65%. D'où l'importance, d'ajuster les ratios rendement/risque de ce type de fonds afin de refléter plus exactement le risque lié à la non-liquidité des investissements sous-jacents.

Cette illiquidité pose aussi le problème du re-balancement du portefeuille. En effet, bloquer une partie de ses actifs dans un investissement non liquide diminue l'opportunité de re-balancement. Ce coût d'opportunité est rarement neutre.

Néanmoins, l'accès à des investissements de grande qualité se fait parfois au détriment de la liquidité. Les gérants très recherchés imposent des termes de liquidité très peu attractifs pour s'assurer la fidélité de leur base d'investisseurs et pour ne se concentrer que sur la gestion de leur portefeuille, évitant ainsi d'avoir à se préoccuper des flux d'actifs sortants. De plus, la multiplication des hedge funds a tari certaines poches d'opportunité sur les actifs très liquides et il semble que les opportunités de rendement se soient déplacées vers d'autres actifs moins liquides, contraignant ainsi les gérants à revoir leurs termes de liquidité.

Si cette tendance semble se renforcer, il n'en reste pas moins que c'est à l'investisseur de décider si oui ou non la prime fournie par le caractère non liquide de son investissement est suffisante pour compenser les inconvénients relatifs à l'illiquidité de l'investissement.

*Analyste financier CIIA.

(1) Période pendant laquelle l'investissement dans le fonds ne peut être remboursé.

(2) Andrew Lo, 2002, *The Statistics of the Sharpe Ratio*, *Financial Analysts Journal* July/August.