

La chronique des hedge funds

Une contraction annonçant un retour à la normale

Selon HFR, 824 millions de dollars ont quitté l'industrie alternative au dernier trimestre de l'année 2005. Ce montant semble marginal comparé aux 10 milliards qui se sont déversés dans cette classe d'actifs aux 2^e et 3^e trimestre 2005, ainsi qu'aux 27 milliards du 1^{er} trimestre. Ceci semble confirmé par les chiffres de CSFB qui font état d'une diminution de 4,3 milliards des actifs sous gestion de l'industrie pour la fin de 2005. Si le ralentissement est indéniable dans les flux entrants, il faut noter que ce déclin est le premier depuis dix ans. Quelles sont les raisons de ce retournement de tendance?

Il est très intéressant de noter aussi que, simultanément, un nombre record de 484 fonds ont fermé, retournant leur capital aux investisseurs en 2005, soit environ 6% (taux d'attrition) du nombre total de fonds. Finalement, la ruée sur le tout alternatif semble avoir vécu et il semblerait que l'on revienne à une croissance plus mesurée des actifs gérés par cette industrie.

On a compté début 2005 plus de 8000 fonds alternatifs. Aussi, le taux d'attrition élevé que l'on retrouve en fin d'année 2005 n'est que la juste sanction d'une multi-

plication trop rapide et peu opportune de nouveaux fonds alternatifs. Ces retraits ne sauraient remettre en cause la classe alternative dans son ensemble.

Il est encore trop tôt pour dire si cette prolifération de nouveaux fonds est responsable d'un certain tassement des rendements. Cependant la croissance explosive des actifs sur les années 2003 à 2004 a très certainement défavorisé certaines stratégies sujettes à des contraintes de capacité. Il semble que l'arbitrage de convertibles ait particulièrement fait les frais de cette ruée sur les fonds alternatifs. Beaucoup de nouveaux investisseurs avaient alors misé sur cette stratégie qui se positionnait en tête de liste des stratégies les plus performantes. Cette logique d'investissement post-cyclique, qui veut que l'on alloue les fonds aux stratégies qui ont le mieux performé, a une fois de plus montré ses limites. Cette méconnaissance du fonctionnement de l'univers alternatif est très certainement aussi associée à la méconnaissance de son découpage.

Pour tracer à grands traits grossiers l'univers des gérants de fonds, un peu moins d'un quart des gérants de hedge funds sont

des investisseurs très avisés présentant un parcours exceptionnel.

Ces gérants-là savent que leur stratégie ne peut s'appliquer qu'à un volume d'actifs limité. Dans ce cas-ci, l'accès à un investissement auprès de ces gérants est très difficile.

Ici, point de marketing, car les rendements sont là, mais on trouve souvent un service de relations aux investisseurs qui accorde la capacité au compte-gouttes aux investisseurs existants et à ceux qui auront su forcer les

portes. Ces problèmes de capacités rendent par exemple la réplique d'un portefeuille de fonds de ce type créé il y a quatre ans très difficile aujourd'hui.

Un peu plus de la moitié des gérants sont des nouveaux venus affichant un pedigree adéquat, mais n'ayant pas réellement fait leurs preuves. Ils retournent souvent des rendements qui ne sont pas exceptionnels.

Ici, la capacité est vendue à grand renfort de marketing, les prime brokers n'étant pas étrangers à la multiplication rapide de cette nouvelle typologie de gérants.

La dernière partie constitue le fonds de roulement de cet univers, et compte dans ses rangs les pro-

chaines victimes, touchée de plein fouet par la non-performance de leur fonds, par la réduction de leur capital sous gestion ou par le taux d'attrition parfois élevé caractérisant ce secteur.

En moyenne, les fonds ont retourné 7,52% l'année passée selon l'indice HFRI Fund of Funds Composite Index. Cet indice est principalement composé de fonds de fonds établis dont une partie des actifs est investie dans ces fonds fermés.

Par opposition, l'indice du Credit Suisse/Tremont Investable Index a progressé de 3,61% en 2005.

Ce dernier est uniquement constitué de fonds ouverts acceptant les nouveaux investissements.

Il est certain que le monde alternatif n'a pas fini de croître, souhaitons simplement qu'il croisse à une allure raisonnable.

* *Analyste financier CIIA.*



Olivier Bézégues*