



LA GESTION ALTERNATIVE : LES VERTUS DE LA DISSIDENCE

FRANÇOIS-SERGE LHABITANT *

Contrairement aux apparences, la gestion alternative n'est ni un phénomène de mode, ni une nouveauté. Elle a toujours existé et évolué en parallèle à la gestion traditionnelle, suscitant un mélange d'envie, d'incompréhension, d'admiration et de suspicion. Pratiquée de manière confidentielle par quelques rares spécialistes, réfugiée dans des zones *offshore*, initialement réservée à de très riches investisseurs, elle est longtemps restée associée au délicat parfum de l'argent vite gagné, aux intrigues et aux scandales financiers. Ainsi, en 1992, le fonds *Quantum* déstabilisait l'économie européenne en provoquant la dévaluation de la livre sterling ; en 1997, il réitérait ses attaques, cette fois-ci contre le bath thaïlandais et le ringgit malais ; en 1998, le fonds *Long Term Capital Management* s'effondrait et menaçait de faillite le système financier mondial ; en 2001, le fonds Millenium spoliait des milliers de petits épargnants en négociant des parts de fonds de placement en dehors des heures autorisées...

Malgré leur médiatisation, ces quelques cas isolés sont heureusement peu représentatifs de l'univers de la gestion alternative. Cette dernière a donc pu progressivement conquérir ses lettres de noblesse, particulièrement depuis la fin de la bulle Internet et le passage d'une exubérance irrationnelle à un cycle baissier dépassant en longueur et en amplitude tous ceux que l'on avait connus depuis la Deuxième guerre mondiale. Rivée à ses indices de référence, la gestion traditionnelle avait alors largement failli à sa mission. Incapable de préserver le capital de ses investisseurs, elle n'avait su éviter ni les écueils de la volatilité, ni les chutes vertigineuses des marchés. Ses portefeuilles s'étaient réduits

* Responsable de la recherche et de l'investissement chez Kedge Capital, et professeur de finance à HEC Lausanne et à l'EDHEC.



comme peau de chagrin, forçant les investisseurs à rechercher des solutions nouvelles pour défendre, voire faire prospérer à nouveau leurs portefeuilles. La gestion alternative s'était alors tout naturellement imposée comme un eldorado.

QU'EST-CE QUE LA GESTION ALTERNATIVE ?

Le terme *abscons* de « gestion alternative » regroupe d'une manière générale l'ensemble des actifs et des techniques de gestion qui sont déjà connus et utilisés par les agents financiers sophistiqués à un moment donné, mais qui ne sont pas encore adoptés par l'ensemble des investisseurs. Ce qui est alternatif et ce qui ne l'est pas a donc considérablement évolué au cours du temps. Certains actifs et techniques de gestion, hier considérés comme alternatifs, sont aujourd'hui devenus traditionnels - citons les actions, les obligations convertibles, l'assurance de portefeuille... D'autres n'ont jamais réussi à percer ou sont tout simplement retournés dans l'oubli - c'est le cas des matières premières, de l'art, des pierres précieuses,... D'autres, enfin, sont en perpétuelle évolution, comme par exemple l'or, qui renaît régulièrement de ses cendres lors de crises financières ou politiques, mais ne parvient pas à s'établir durablement.

Cette évolution perpétuelle fait qu'il est souvent plus facile de définir la gestion alternative en l'opposant à la gestion traditionnelle. La première est tout ce que la seconde n'est pas ou ne veut pas être. En particulier, la gestion traditionnelle se focalise principalement sur l'achat et la détention de titres, typiquement des actions, obligations ou papiers monétaires. Ses portefeuilles sont proches des grands indices qu'ils tentent de battre, et sa performance reste tributaire de l'évolution directionnelle des marchés. Par opposition, la gestion alternative a pour objectif premier de réaliser un rendement absolu et positif, et ce, indépendamment des conditions de marché. C'est d'ailleurs ce qui explique son attrait dans des cycles baissiers ou difficiles. Mais, au-delà de cette spécificité, le terme générique de gestion alternative recouvre des techniques et des profils de risques très différents. Du fait de cette pluralité, on peut parfois se demander s'il ne serait pas plus approprié de parler de « gestions alternatives ».

Aujourd'hui, la gestion alternative comprend essentiellement trois grands secteurs d'activité : (1) le capital-risque (*private equity*), qui recouvre l'ensemble des investissements dans des titres non cotés liés aux différents stades de développement des sociétés ; (2) l'immobilier, qui reste un actif alternatif pour la majorité des investisseurs privés ; et (3) les fonds alternatifs (*hedge funds*), dont le nombre et les avoirs sous gestion ont littéralement explosé en quelques années¹. Nous avons fort logiquement choisi d'examiner plus en détail la dernière de ces trois catégories, car c'est elle qui s'est taillé la part du lion dans les flux de capitaux dirigés

vers la gestion alternative, au point que certaines de ses stratégies sont aujourd'hui menacées par la croissance exponentielle de leurs encours.

LES PRINCIPALES CARACTÉRISTIQUES DES FONDS ALTERNATIFS

Le terme *hedge fund*, qui signifie littéralement « fonds de couverture », a été utilisé pour la première fois en 1966 par le magazine *Forbes*. Il désignait des fonds qui couvraient systématiquement leurs positions contre les variations du marché. Leur technique consistait à acheter des actions qu'ils jugeaient sous-évaluées et à vendre à découvert des actions qu'ils estimaient surévaluées. Ils créaient ainsi une position relativement indépendante des variations de marché et leur performance dépendait pour l'essentiel de leur capacité à sélectionner des titres.

Si l'appellation de fonds de couverture a survécu, force est de reconnaître aujourd'hui son côté réducteur - bien peu de gérants alternatifs couvrent encore systématiquement leur risque de marché. Aussi, sans nécessairement la considérer comme péjorative, une traduction plus judicieuse du terme *hedge fund* est sans doute « fonds spéculatif », ou encore « fonds alternatifs ». C'est cette dernière que nous avons retenue.

Alors, comment peut-on définir ce qu'est véritablement un fonds alternatif ? L'exercice est difficile. Les quelques définitions existantes ne convergent pas, aucune définition légale n'a encore réussi à s'imposer, et les stratégies d'investissement utilisées par ces nouveaux intermédiaires financiers sont en constante évolution. Aussi, plutôt que de chercher à imposer une nouvelle définition, il est sans doute plus facile d'établir une liste des caractéristiques structurelles et opérationnelles typiques des fonds alternatifs.

Parmi ces caractéristiques, on peut citer :

- un objectif de rendement positif dans l'absolu plutôt que relativement à un indice ou à toute autre mesure de référence. Alors que la gestion classique tire principalement sa rentabilité de la direction des marchés et de la qualité des titres en portefeuille, la gestion alternative exploite les relations entre les différents actifs, et ce, indépendamment de la direction prise par les marchés. Pour ce faire, les gérants alternatifs combinent des positions « longues » (achats) et des positions « courtes » (ventes à découvert), d'où une faible corrélation de leur performance avec celle de la gestion traditionnelle ;
- une concentration de risque spécifique. Contrairement aux enseignements de la théorie moderne du portefeuille, les gérants alternatifs ne veulent pas diversifier leur risque spécifique, mais préfèrent le conserver et éliminer leur risque de marché. Ils rejettent donc l'idée d'efficience des marchés, et gèrent activement leurs portefeuilles ;



- une grande flexibilité de gestion. Les gérants alternatifs ont souvent la faculté de vendre des titres à découvert dans une optique de spéculation, d'arbitrage ou de couverture, de détenir des actifs autres que des valeurs mobilières, d'utiliser des produits dérivés, de recourir à l'effet de levier, de concentrer leurs paris, de se réfugier en cash,... ;
- des associés gérants. Les gérants alternatifs sont des partenaires au sein de leurs fonds, co-investisseurs à part entière, et non de simples employés. De plus, ils sont principalement rémunérés par une commission de performance. Accroître leur masse sous gestion les préoccupe donc moins que maintenir un niveau élevé de rentabilité ;
- des structures légales spécifiques. Les fonds alternatifs revêtent souvent la forme de partenariats limités ou de sociétés d'investissement offshore. Ces structures leur permettent d'échapper aux contraintes réglementaires qui s'appliquent aux autres formes collectives d'investissement ouvertes au grand public ;
- une capacité d'investissement limitée. La capacité des fonds alternatifs à investir dépend directement de l'existence d'opportunités et de la capacité de leur gérant à les identifier. Elle n'est donc pas illimitée, contrairement à celle des fonds traditionnels. De nombreux fonds ferment donc leurs portes aux nouveaux investisseurs une fois qu'ils ont atteint leur taille critique ;
- une faible liquidité. La nature des opérations effectuées dans les fonds alternatifs exige une grande stabilité des encours gérés. En conséquence, les possibilités d'entrées et de sortie de capitaux sont limitées, et les rachats de parts sont souvent assortis de préavis, allant de quelques semaines à plusieurs mois, voire quelques années ;
- une faible transparence. Par comparaison aux fonds d'investissement traditionnels, les fonds alternatifs ne communiquent quasiment rien en dehors du cercle restreint de leurs actionnaires.

Cette liste de caractéristiques ne doit, bien entendu, être considérée que comme indicative. Un fonds alternatif pourrait n'en présenter que quelques-unes, et bien des fonds traditionnels tentent de les revêtir pour se faire passer pour alternatifs.

Notons au passage que la plupart de ces caractéristiques se retrouvent dans les salles de marchés. De nombreux fonds alternatifs ont d'ailleurs été créés par d'anciennes équipes de grandes banques d'investissement qui se sont établies à leur propre compte. Ceci explique en partie pourquoi la culture de la gestion alternative est souvent plus proche de celle du négoce de titres que de celle de la gestion de patrimoine.

LES GRANDES STRATÉGIES DE GESTION

Diviser l'univers des fonds alternatifs en un ensemble de stratégies homogènes et standardisées est un exercice difficile. Les stratégies alter-

natives naissent, disparaissent, évoluent et se transforment sans cesse au gré des marchés et des opportunités. Il est donc impossible d'établir une classification détaillée et stable qui soit réellement représentative d'un univers en perpétuel mouvement. De plus, de nombreux fonds alternatifs sont aux confins de plusieurs stratégies et sont donc difficiles à classer avec précision. Si l'on souhaite néanmoins procéder à une ébauche de classification, on distingue généralement quatre grandes catégories : les stratégies directionnelles, les stratégies de valeur relative, les stratégies événementielles, et les approches multistratégies.

Les stratégies directionnelles

Par définition, les stratégies directionnelles comportent des paris ponctuels sur l'évolution future à la hausse ou à la baisse de titres individuels ou de marchés.

Les stratégies *long short equity* combinent des positions longues directionnelles (achat d'actions jugées sous-évaluées) avec des positions *short* directionnelles (vente à découvert d'actions jugées surévaluées). Leur but est de réaliser des profits à la fois sur les positions achetées et vendues tout en réduisant l'exposition nette au risque de marché. Cette dernière n'est toutefois pas égale à zéro et varie en fonction des anticipations du gérant. Leur processus d'analyse de titres est le plus souvent ascendant (*bottom-up*).

Les stratégies *global macro* prennent des paris directionnels de type macroéconomique (taux d'intérêts, devises, taux de change, indices d'actions), généralement en utilisant des instruments liquides (*futures*, options) et avec un effet de levier important. Leur succès dépend en grande partie de la qualité des anticipations de leurs gérants, et surtout, de leur capacité à gérer leur risque de manière dynamique - couper rapidement les pertes et augmenter la taille de leurs positions gagnantes. Leur processus d'analyse est le plus souvent descendant (*top-down*).

Les fonds de contrats à terme (*managed futures*) prennent des positions directionnelles acheteuses et vendeuses sur une base discrétionnaire en utilisant les marchés à terme (devises, taux, actions, obligations, matières premières) comme moyen d'investissement. Leurs décisions sont souvent prises selon des modèles purement quantitatifs (*trend following*). Ils sont également connus sous l'appellation de CTAs (*commodity trading advisors*), un nom hérité de l'époque où les contrats à terme ne portaient que sur des matières premières.

Les stratégies focalisées sur les pays émergents (*emerging markets*) sont le plus souvent du côté acheteur, car la vente à découvert est difficile, voire impossible, sur ce type de marché. Elles se distinguent des stratégies traditionnelles par l'utilisation d'effet de levier, ainsi que par des positions plus concentrées et plus actives.



Les stratégies *dedicated short* maintiennent systématiquement une exposition négative au risque de marché, via des positions vendues à découvert. En quelque sorte, elles sont le miroir des stratégies traditionnelles (*long only*).

Les stratégies de valeur relative

Les stratégies de valeur relative (*relative value*) utilisent également des positions *long short*, mais cette fois-ci dans le but de capturer des écarts de prix relatifs (*spreads*) entre des actifs étroitement interdépendants et supposés converger ou diverger. Certains désignent d'ailleurs ces stratégies sous le nom d'arbitrage, mais le terme n'a pas la même signification qu'un arbitrage classique en finance. Il signifie simplement que les paris pris portent sur des écarts relatifs de prix, par opposition au *long short equity* qui prenait deux paris directionnels.

Les plus connues des stratégies de valeur relative sont :

- l'arbitrage d'obligations convertibles (*convertible arbitrage*), qui cherche à tirer profit des différences de cours entre une obligation convertible et sa valeur intrinsèque (laquelle dépend des risques sous-jacents, à savoir l'action de l'émetteur, les taux d'intérêts, la volatilité, et le risque de crédit) ;
- l'arbitrage de produits de taux d'intérêt (*fixed income arbitrage*), qui cherche à tirer profit de différences de cours non justifiées entre différentes obligations ou produits dérivés de taux, ainsi qu'à prendre des paris sur l'évolution relative de différents points de la courbe des taux ;
- les stratégies dites neutres au marché (*equity market neutral*) sont très proches du *long short equity*, mais elles neutralisent complètement leur exposition au marché *via* des modèles quantitatifs. Un exemple de telle stratégie est le *pair trading*, qui consiste à ne traiter que des paires d'actions (achat d'une action et vente simultanée d'une autre action, dans des proportions ajustées pour neutraliser le risque de marché).

Comme les gains escomptés par transaction sont souvent faibles, les stratégies de valeur relative recourent souvent à un fort effet de levier pour les augmenter.

Les stratégies événementielles

Les stratégies événementielles (*event driven*) se focalisent sur des titres d'émetteurs se trouvant à un moment très particulier de leur cycle de vie. On en distingue deux en particulier :

- les fonds de titres en détresse (*distressed securities*) sont spécialisés dans le rachat de titres de sociétés en faillite ou quasi-faillite. Ces derniers sont, en effet, boudés par la majorité des investisseurs, d'où d'intéressantes opportunités en termes de cours. Les fonds participent ensuite à la restructuration de la société - qui peut parfois durer plusieurs années - avant de

revendre leurs titres et d'empocher leur bénéfice. Certains se retrouvent ainsi dans une situation comparable à un fonds de *private equity* ;

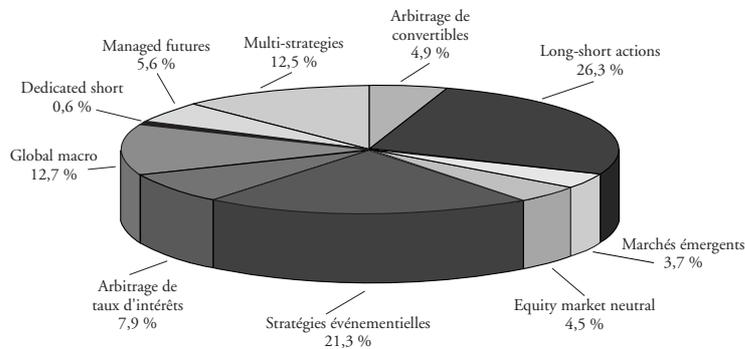
- les fonds d'arbitrage de fusions (*merger arbitrage*) cherchent à profiter des variations de prix susceptibles d'arriver lors des annonces de fusions et d'acquisitions. Leur position typique consiste à acheter les titres de la société cible et à vendre à découvert les titres de la société prédatrice. Ces deux titres se traitent en général avec un écart de cours qui est connu. Les fonds attendent ensuite la confirmation de la fusion. Certains d'entre eux vont même jusqu'à influencer le résultat final en accumulant des positions importantes et en prenant part aux votes des actionnaires. Si la fusion se réalise, les cours des deux titres convergent, et les fonds liquident leurs positions en empochant l'écart de cours initial.

Pour limiter leur risque, les stratégies événementielles diversifient leurs portefeuilles en investissant sur un grand nombre de transactions simultanément.

Les fonds multistratégies

Pour des raisons de diversification, on a pu assister ces dernières années à une explosion du nombre de fonds multistratégies. Ces fonds allouent leur capital de manière dynamique à plusieurs stratégies, lesquelles sont toutes implémentées en interne. Par opposition, les fonds de fonds (*funds of funds*) sont des portefeuilles constitués d'autres fonds alternatifs gérés par des tiers, soit au sein d'une même stratégie (fonds de fonds spécialisés ou thématiques), soit, au contraire, suivant des stratégies différentes (fonds de fonds diversifiés). Le gérant du fonds de fonds prélève une commission de gestion qui s'ajoute à celle des gérants sous-jacents. Les fonds de fonds sont souvent la seule porte d'accès à un portefeuille alternatif diversifié pour de petits investisseurs.

Graphique n° 1
Importance des différentes stratégies au sein de l'indice CSFB
Tremont Hedge Fund Index



L'importance de ces stratégies a varié considérablement au cours du temps. Les stratégies *global macro* représentaient plus de la moitié des avoirs de l'industrie alternative dans les années 1990, mais la bulle spéculative du marché des actions a permis au *long short equity* de se développer et d'occuper la première place, avec près de 25 % des avoirs, suivie par les stratégies événementielles (20 % des avoirs).

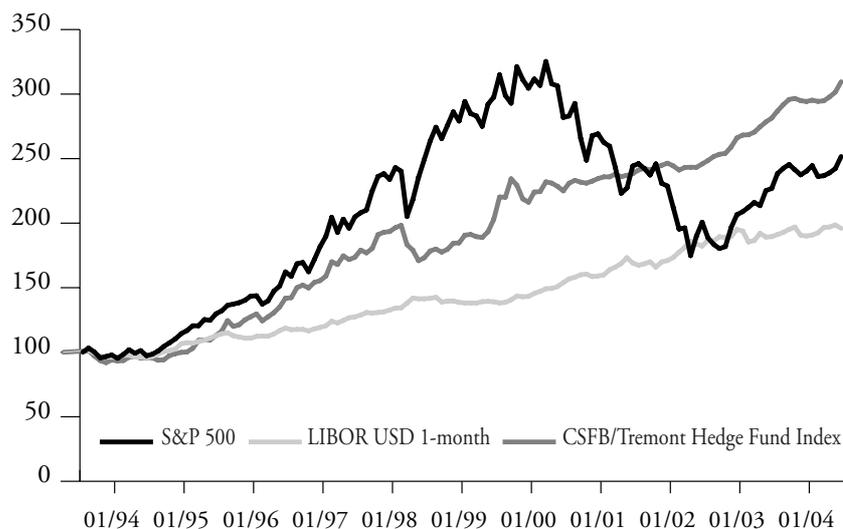
Mais dans tous les cas, il faut se rappeler qu'à l'intérieur de ces quatre familles, les styles d'investissement effectivement employés par les différents gérants sont très nombreux. En fait, chaque gérant adapte la stratégie générale à sa manière, à la manière d'un grand chef utilisant une recette. Aussi, savoir qu'un gérant appartient à l'une ou l'autre de ces familles n'est, en général, pas suffisant. Il est nécessaire de comprendre les détails de son style d'investissement.

LES PERFORMANCES HISTORIQUES DE LA GESTION ALTERNATIVE

Quelle performance peut-on raisonnablement attendre de la gestion alternative ? Le consensus des professionnels est qu'à long terme, un portefeuille diversifié de fonds alternatif devrait générer une prime de risque comparable à celle des actions, mais avec une volatilité et un

8

Graphique n° 2
Évolution d'une somme de 100 \$US investie
dans l'indice S&P 500, un placement monétaire,
et l'indice CSFB Tremont Hedge Fund Index



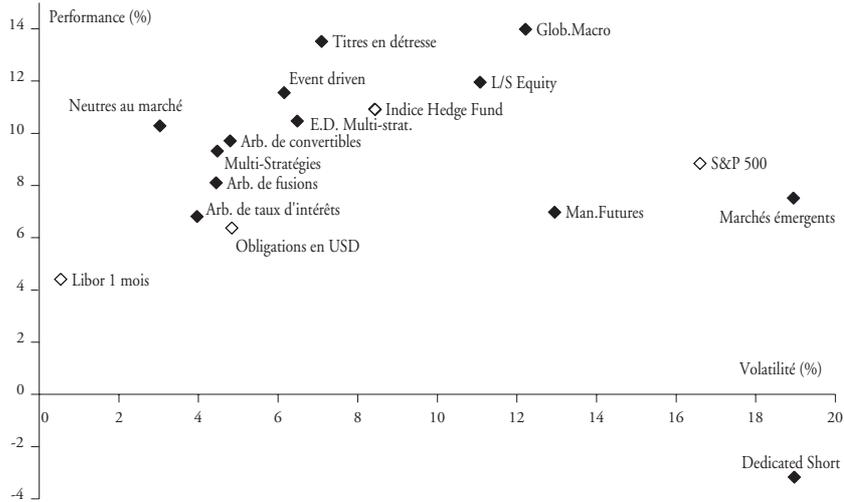
risque de perte maximale bien inférieur. L'examen des performances historiques des indices de fonds alternatifs semble confirmer ce consensus. Ainsi, depuis sa création en janvier 1994, l'indice *CSFB Tremont Hedge Fund Index* a obtenu une performance moyenne annuelle de 10,91 % pour une volatilité de 8,44 %, à comparer avec une performance moyenne annuelle de 8,82 % et une volatilité de 16,61 % pour l'indice S&P 500. La perte maximale était de - 13,81 % pour les fonds alternatifs (subie entre juillet 1998 et octobre 1998) contre - 46,28 % pour l'indice S&P 500 (subie entre août 2000 et septembre 2002).

Ces chiffres semblent être très favorables aux fonds alternatifs. Néanmoins, il convient d'être prudent, et ce, pour plusieurs raisons. Tout d'abord, il existe aujourd'hui de nombreux indices alternatifs, calculés avec des méthodologies différentes sur des échantillons de fonds parfois très réduits, et sans nécessairement respecter les critères fondamentaux d'un bon indice - à savoir « investissabilité », représentativité, stabilité et transparence. Les performances sont donc très hétérogènes, comme l'ont montré Amenc et Martellini (2003) et Vaissié (2003). Deux indices censés mesurer la même stratégie alternative peuvent exhiber des écarts de performances supérieures à 20 % sur un mois, et la corrélation moyenne et médiane entre les performances de différents indices concurrents est bien souvent inférieure à 0.5. Il faut donc toujours vérifier que l'indice alternatif utilisé soit réellement représentatif de l'univers de fonds considéré².

Ensuite, les échantillons sous-jacents au calcul des indices sont souvent affectés de nombreux biais - voir Lhabitant (2004). Citons le biais du survivant (les fonds disparus sortent de l'échantillon), le biais de sélection (seuls les bons fonds décident de rendre leur performance publique), le biais d'historique (un fonds entrant dans un échantillon peut décider d'importer tout ou partie de ses performances passées), le biais de fin de vie (un fonds en difficulté cesse de communiquer ses performances plusieurs mois avant sa faillite)... Tous ces biais tendent à pousser à la hausse les performances historiques des indices alternatifs. De même, l'utilisation de données mensuelles qui semble être la norme en gestion alternative est largement insuffisante, en particulier pour analyser la volatilité réelle de positions peu liquides ou évaluées *via* des modèles, car l'auto-corrélation (le lissage) masque la véritable amplitude du risque au jour le jour.

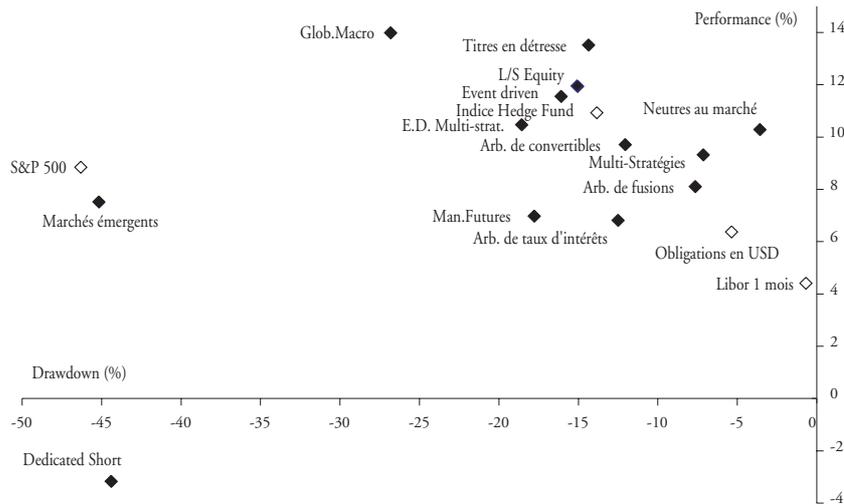
Enfin, il ne faut pas oublier que les différentes stratégies de la gestion alternative peuvent avoir des profils de risque très hétérogènes et qui sont donc difficilement capturés par un indice général. La même remarque s'applique entre une stratégie particulière et les fonds alternatifs qui la composent.

Graphique n° 3
Performances réalisées et volatilité de la gestion alternative
et de la gestion traditionnelle
 (la période analysée va de janvier 1994 à novembre 2004 ;
 les données sont annualisées)



10

Graphique n° 4
Performances réalisées et perte maximale (*maximum drawdown*)
de la gestion alternative et de la gestion traditionnelle
 (la période analysée va de janvier 1994 à novembre 2004 ;
 la performance est annualisée)



LES RISQUES RÉELS DE LA GESTION ALTERNATIVE

Si la qualité primordiale de la gestion alternative - tout au moins au niveau de ses indices - semble être sa capacité à résister aux baisses des marchés, il ne faut pas en déduire pour autant qu'elle soit exempte de risque. Les travaux récents de Schneeweis, Kazemi et Martin (2001) et d'Amenc, El Bied et Martellini (2004) ont mis en évidence son exposition à des risques autre que le risque de marché. Certains d'entre eux sont déjà bien connus - citons la capitalisation des entreprises (*size effect*), le ratio valeur comptable/valeur de marché (*value versus growth*), ou encore l'effet persistance (*momentum*). D'autres sont en cours d'analyse - citons la déformation de la structure des taux d'intérêts, l'évolution des primes de risque de crédit, la volatilité des marchés, les variations des cours des devises et des matières premières... La lente progression des chercheurs s'explique à la fois par le manque de données fiables, le peu d'études disponibles sur ces sources alternatives de risque, et surtout, par l'exposition non linéaire et dynamique des fonds alternatifs, ce qui rend caduc un bon nombre de modèles statiques de finance basés sur des régressions linéaires statiques - voir Lhabitant (2004).

Outre ces sources primaires de risques, il existe également des sources secondaires plus insidieuses. Mentionnons, en particulier, le risque de liquidité, qui devrait normalement être rémunéré par une prime de risque et dont peu d'études tiennent compte. Mentionnons également les risques de re-corrélation dans des conditions de marchés extrêmes, et particulièrement en cas de *crash* systémique. Ainsi, on peut observer que les rendements des indices alternatifs ont été significativement affectés par la crise du marché de la dette (août 1998), et nettement moins par la quasi-faillite de *Long Term Capital Management* (septembre et octobre 1998), malgré son fort écho médiatique.

Enfin, le risque le plus manifeste de la gestion alternative est difficilement quantifiable, il s'agit du risque de contrepartie. Le plus souvent, investir dans un fonds alternatif signifie, en final, confier de l'argent à un gérant dans une structure *offshore* faiblement réglementée. Il est donc essentiel d'analyser cette structure, son personnel, ses états financiers, ses processus de décision et de valorisation, son approche de gestion des risques et ses systèmes informatiques de manière détaillée, tant au niveau légal qu'opérationnel et technique. C'est le rôle du processus de *due diligence*, qui peut parfois prendre plusieurs mois avant d'aboutir. Trop souvent négligé, ce processus permet pourtant d'éviter des pertes colossales. Ainsi, d'après une étude réalisée par Capco en 2002 a montré que plus de la moitié des fonds alternatifs ayant fait faillite aux États-Unis présentaient au départ des dysfonctionnements opérationnels qui auraient été

facilement identifiables. Et un grand nombre d'entre eux n'utilisait pas les services d'un administrateur indépendant du gérant pour calculer leur valeur nette d'inventaire, ce qui laisse la porte ouverte à des fraudes.

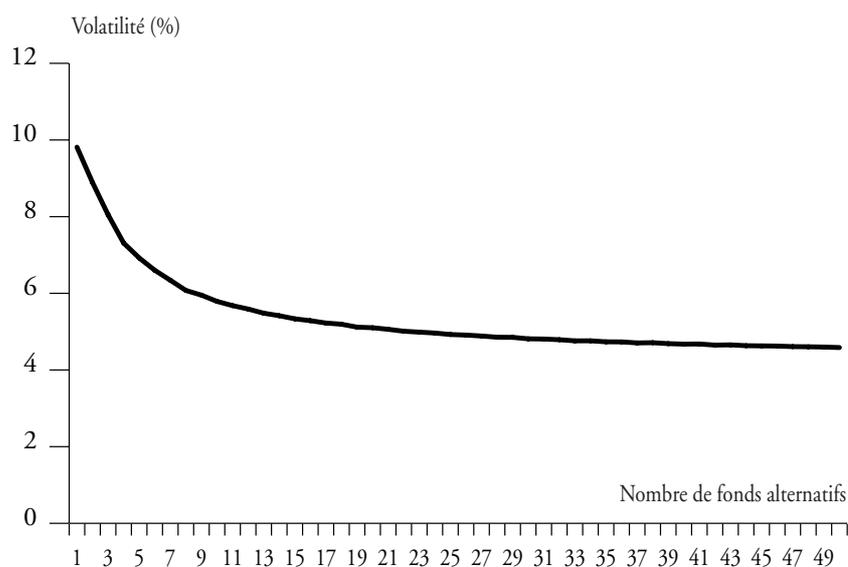
LES DANGERS DE L'EXCÈS DE DIVERSIFICATION

La diversification étant un remède simple et naturel contre l'excès de risque, de nombreux investisseurs la pratiquent à outrance, y compris au sein de leur portefeuille alternatif. On rencontre donc fréquemment des portefeuilles de 40 à 50 fonds alternatifs, voire même plus. Or, traiter des fonds alternatifs comme des titres individuels équivaut à oublier que chacun d'entre eux est déjà un portefeuille diversifié de titres. L'ensemble agrégé de tous les gérants alternatifs étant, par définition, moyens, les performances finales sont donc forcément décevantes une fois que l'on prend en compte tous les niveaux de frais. Il est donc préférable de concentrer son portefeuille alternatif, tout en ayant au préalable renforcé la *due diligence* opérationnelle, puisque c'est son rôle d'identifier et d'éliminer les canards boiteux.

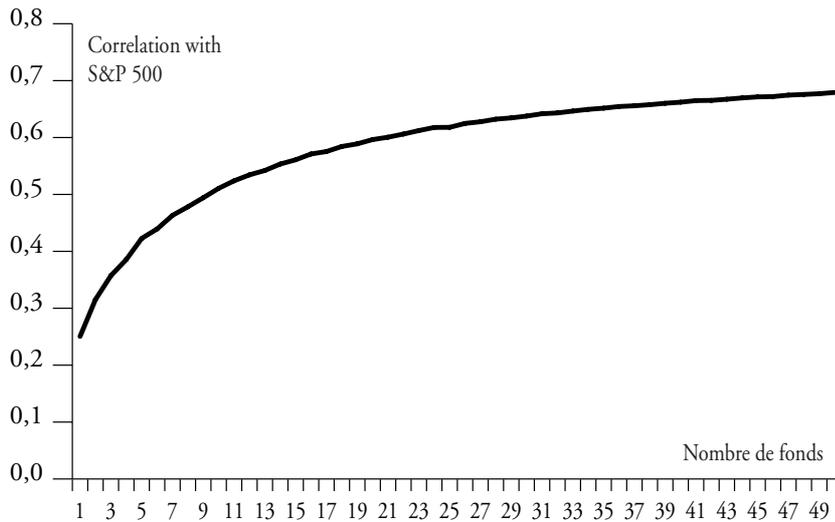
Combien faut-il de fonds alternatifs pour bien diversifier un portefeuille ? La réponse est surprenante. L'habitant et Learned (2004) montrent qu'au-delà de 10 fonds, les bénéfices en termes de réduction

12

Graphique n° 5
Impact d'une diversification naïve sur la volatilité d'un portefeuille
(les fonds alternatifs sont choisis aléatoirement et équipondérés)



Graphique n° 6
Impact d'une diversification naïve sur la corrélation
d'un portefeuille avec l'indice S&P 500
 (les fonds alternatifs sont choisis aléatoirement et équipondérés)



des risques semblent bien maigres. Ces bénéfices deviennent même négligeables si l'on se rappelle que pour sélectionner un fonds alternatif, il faut en rencontrer plusieurs dizaines, les analyser en détail, éliminer tous ceux qui ne conviennent pas, mais surtout être ensuite capable de suivre chacun des gérants retenus avec l'attention nécessaire. La réduction marginale de risque lorsque l'on passe de 10 à 50 fonds semble donc peu attractive. Pire, on constate que la corrélation avec le S&P 500 d'un portefeuille alternatif comportant beaucoup de fonds a tendance à augmenter (voir graphique n° 6). Le risque spécifique (l'alpha) de chaque gérant disparaît, alors que le risque de marché (le bêta) s'accumule. L'investisseur finit donc par payer du bêta au prix de l'alpha, ce qui ne suggère rien de bon, quant au résultat final.

Et dans le cas de certaines sous-stratégies (*merger arbitrage*, *distressed securities* et *fixed income arbitrage* en particulier), une diversification importante n'amène rien, car tous les fonds travaillent en fait sur le même vivier limité et commun d'opportunités d'investissement. En accumulant les gérants, on augmente en fait la probabilité de se trouver exposer au risque événementiel, comme l'annulation d'une fusion ou la faillite d'un débiteur. Mieux vaut donc choisir un gérant que l'on connaît bien et qui a lui-même un portefeuille diversifié de positions et



une bonne gestion des risques plutôt que de commencer à mélanger des gérants avec lesquels on est moins en confiance. Après tout, qui est l'expert dans sa stratégie ? Et si l'on recherche la performance de l'indice, pourquoi ne pas l'annoncer au départ ?

ALLOCATION D'ACTIFS : LA FAILLITE DES OPTIMISEURS

Enfin, la pondération des fonds alternatifs au sein d'un portefeuille est également une question ouverte. Malgré de nombreuses mises en garde, beaucoup d'investisseurs continuent d'utiliser des optimiseurs de type moyenne variance. Or, ceux-ci semblent peu adaptés à la gestion alternative, et ce, pour au moins trois raisons :

- non normalité : les distributions de rendement de la gestion alternative sont souvent asymétriques et avec des queues de distribution épaisses - les pertes sont importantes en cas d'événement extrême (*event risk*). Or, ces caractéristiques sont ignorées par la majorité des logiciels d'optimisation de portefeuille qui ne se basent que sur les rendements attendus et la volatilité ;

- difficultés économétriques : pour pouvoir produire un portefeuille optimal, les logiciels d'optimisation de portefeuille requièrent des prévisions précises des risques, des rendements et des corrélations. Or, bien que la quantité et la qualité des informations sur les fonds alternatifs se soient considérablement améliorées ces dernières années, de telles estimations sont encore difficiles à réaliser avec une grande précision ;

- difficultés opérationnelles : la sélection de fonds alternatifs est encore, à ce jour, essentiellement qualitative et se base sur des informations comme l'investissement minimum, les périodes d'immobilisation du capital ou de notification de sorties, les restrictions d'accès... La majorité des logiciels d'optimisation de portefeuille est incapable d'intégrer de telles informations dans leur analyse, et suggère donc des portefeuilles peu agréables en pratique, voire irréalisables.

On le voit donc bien, les outils de la théorie moderne du portefeuille semblent, en pratique, bien peu adaptés à la construction de portefeuille incluant des actifs alternatifs. Mieux vaut donc admettre que la gestion alternative est plutôt un style de gestion - et non une nouvelle classe d'actifs. Ce style de gestion offre des sources de risque fort différentes de celles que nous connaissons dans la gestion traditionnelle, et donc une opportunité valable de diversification pour les portefeuilles. Tous ces risques doivent faire l'objet d'une analyse et d'un suivi particulier, par exemple au moyen de techniques du type budget de risque (*risk budgeting*). C'est seulement à ces conditions que la gestion alternative pourra enfin donner le meilleur d'elle-même.

CONCLUSION : FAUT-IL INVESTIR DANS LA GESTION ALTERNATIVE ?

Diabolisée par certains qui voient en elle un vecteur systématique de déstabilisation des marchés financiers, portée au firmament par d'autres comme étant la solution aux difficultés rencontrées récemment par la gestion traditionnelle, la gestion alternative a connu ces dernières années une croissance spectaculaire, tant en termes de masse sous gestion que de nombre de fonds. Même s'il est difficile de croire que tous ces nouveaux gérants sont de qualité, cette croissance a naturellement engendré un changement progressif des mentalités des investisseurs. En particulier, l'arrivée massive des investisseurs institutionnels a amorcé une profonde réflexion sur les pratiques de gestion dans l'univers alternatif et mis l'accent sur le contrôle des risques et les mesures de performance relative - une révolution par rapport à la quête d'une performance absolue. Du côté des grands gérants alternatifs, on a également assisté au début d'une transformation structurelle : lassés d'être des marginaux, ils ont professionnalisé leurs activités. Les plus avancés ont même adopté des standards de qualité institutionnelle en matière de suivi des risques et de transparence.

Seul l'avenir nous dira si les gérants alternatifs réussiront leur passage d'une activité de niche à une industrie mature ou si la gestion traditionnelle les rattrapera en adoptant une approche plus active. En attendant, il faut les accepter pour ce qu'ils sont : un ensemble de stratégies d'investissement non conventionnelles, porteuses de risques spécifiques (liquidité, crédit, *spreads*, volatilité...), très différentes les unes des autres, mais malgré tout bien présentes dans des classes d'actifs traditionnelles. Ces stratégies sont souvent infiniment plus complexes que celles des fonds traditionnels, et il ne suffit plus d'identifier les marchés sur lesquels elles agissent, mais également leur exposition (non linéaire) nette à différents facteurs de risque et leur effet de levier. C'est seulement à ces conditions que la gestion alternative peut être combinée efficacement à la gestion traditionnelle et donner un portefeuille de qualité.

Reste une inconnue, essentielle, celle de la pérennité de ces stratégies à long terme. Au niveau macroéconomique, la présence des *hedge funds* a amélioré la liquidité et l'efficacité de nombreux marchés, d'où des mécanismes de formation de prix bien plus efficaces. Mais cette tendance a également considérablement réduit les opportunités d'arbitrage. Or, leur croissance aidant, les *hedge funds* représentent déjà aujourd'hui 25 % du volume traité au New York Stock Exchange, et plus de 80 % des transactions portant sur des titres en détresse ou des obligations convertibles. Il n'y aura donc clairement pas de la place pour tous dans l'eldorado de la gestion alternative.

NOTES

1. Selon Ackermann, Mc Enally et Ravenscraft (1999), depuis la fin des années 1980, le nombre des fonds alternatifs a augmenté de près de 25 % par année.
2. Pour répondre à ce besoin, l'Edhec publie mensuellement sur son site Internet (www.edhec-risk.com) une série d'indices qui combinent tous les indices existants sur chacun des styles de la gestion alternative pour tenter de capturer la plus grande partie de leur information commune.

BIBLIOGRAPHIE

- AMENC N., EL BIED S., MARTELLINI L. (2004), « Predicability in hedge fund returns », *Financial Analysts Journal*, Vol. 59, n° 5, pp. 32-46, September/October.
- AMENC N., MARTELLINI L. (2003), « The Brave New World of Hedge Fund Indices », *working paper*, Edhec-Misys Risk and Asset Management Research Center.
- AMENC N., VAISSIE M. (2004), « Quels indices pour la gestion alternative ? », *working paper*, Edhec-Misys Risk and Asset Management Research Center.
- LHABITANT F.S. (2002), *Hedge funds: myths and limits*, John Wiley & Sons.
- LHABITANT F.S. (2004), *Hedge funds: quantitative insights*, John Wiley & Sons.
- LHABITANT F.S. (2004), *La gestion alternative*, Éditions Dunod, Paris.
- LHABITANT F.S., LEARNED M. (2004), « Finding the Sweet Spot of Hedge Fund Diversification », *The Journal of Financial Transformation*, vol. 10, pp. 31-39.
- SCHNEEWEIS T., KAZEMI H., MARTIN G. (2001), « Understanding hedge fund performance : Research results and rules of thumb for the institutional investor », Lehman Brothers *working paper*.