

REGARDS CROISÉS

Une industrie vouée à l'artisanat

Après la débâcle et les tourments, l'industrie des hedge funds fait son bilan. Trois gérants donnent leur point de vue sur les événements récents et les évolutions en cours.

PROPOS RECUEILLIS PAR INDIRA C. TASAN

Qu'est-ce qui vous a le plus frappé durant la crise traversée par les hedge funds?

Stéphane Gutzwiller: J'ai été surpris par la virulence des attaques que subissait l'industrie. Il est étonnant de voir à quel point ces stratégies, qui ne sont que des techniques d'arbitrage, sont mal comprises.

Michel Dominicé: J'ai été déçu de ce que l'industrie a fait du meilleur «stress test» possible à travers lequel les diverses stratégies sont passées en 2008. Les inves-

Qui comprend le plus mal les hedge funds? Ceux qui les vendent, ceux qui les achètent ou – aujourd'hui – les instances qui tentent de les réguler? voire... les gérants eux-mêmes?

SG: Probablement trop longtemps l'apanage d'un cercle de privilégiés, l'industrie ne prend sans doute pas assez le temps de communiquer sur les différentes techniques employées.

MD: Les investisseurs qui souscrivent aux hedge funds oublient trop souvent que ces fonds prélèvent des commissions de gestion et de performance importantes. Ces commissions devraient correspondre à une génération d'alpha plutôt qu'à une exposition au risque du marché. Hélas, la corrélation entre la performance des Bourses et celle de l'in-



STÉPHANE GUTZWILLER

ASSOCIÉ DE LA BANQUE E. GUTZWILLER & CIE ET GÉRANT DU FONDS DE HEDGE FUNDS SPÉCIALISÉ EN EVENT DRIVEN «GUTZWILLER TWO»

L'industrie ne prend sans doute pas assez le temps de communiquer.

tisseurs devraient être plus attentifs aux types de stratégies qui résistent bien à un effondrement des marchés, plutôt que réclamer des contrôles supplémentaires.

Louis-Frédéric de Pfyffer: Ce qui m'a le plus frappé est l'incroyable malentendu entre vendeurs et acheteurs: la performance absolue est un objectif – certes atteint 9 fois sur 10 –, pas une garantie! J'ai également été stupéfait par le niveau de levier très agressif de l'industrie et la proportion d'illiquidité de certains fonds, avec parfois beaucoup de private equity... Apparemment, il y avait trop d'argent pour trop peu d'opportunités, ce que certains ont cherché à compenser par la prise de risque.

dice mondial des hedge funds reste élevée, ce qui signifie que les investisseurs n'ont pas bien pris en compte les leçons de la crise.

LFP: Clairement, ce sont les instances régulatrices, FINMA en tête, qui comprennent le plus mal les hedge funds. Mais le malentendu qui entoure les hedge funds vient aussi de l'envie des gérants de vendre leurs fonds et des exigences de leurs clients, ce qui a poussé les premiers à offrir des niveaux de liquidité peu en adéquation avec leurs stratégies.

MICHEL DOMINICÉ
COFONDATEUR DE DOMINICÉ & CO.
ASSET MANAGEMENT ET GÉRANT DU
HEDGE FUND SPÉCIALISÉ DANS L'ARBITRAGE
DE VOLATILITÉ «CASSIOPÉE»



Le risque est que les contrôles étatiques créent une illusion de sécurité.



LOUIS-FRÉDÉRIC DE PFYFFER

DIRECTEUR DU DÉPARTEMENT ALTERNATIVE INVESTMENTS
DE LA BANQUE HERITAGE ET
CO-GÉRANT DU FONDS DE HEDGE FUNDS
MULTISTRATÉGIE «HERITAGE TOTAL RETURN»

Ce sont les instances régulatrices qui comprennent le plus mal les hedge funds.

Comment percevez-vous l'évolution vers une «onshorisation» des hedge funds, avec notamment le développement des fonds UCITS III?

SG: Qu'importe la forme, tant que la performance pour un profil de risque donné reste inchangée. Si celle-ci change, les stratégies d'investissement des hedge funds profiteront à d'autres.

MD: Le premier risque est que la multiplication des contrôles étatiques crée une illusion de sécurité chez les investisseurs. Dans un monde de plus en plus complexe, les autorités de surveillance ne sont pas mieux armées que les agents privés pour percevoir les dangers et les problèmes. L'autre risque est que les clients paient des commissions élevées pour de la gestion classique.

LFP: Cette solution ne va pas dans la bonne direction: en exigeant, entre autres, un niveau de liquidité inadéquat pour les stratégies des hedge funds, on se prive de certaines opportunités. En revanche, une manière toute simple de réguler les hedge funds serait de limiter le levier, de manière à contenir le niveau de risque.

Plaidez-vous pour un clivage entre «hedge funds pour initiés» et «hedge funds pour les autres»?

SG: Je constate uniquement que ces techniques, autrefois réservées à un cercle d'initiés et qui bénéficient aujourd'hui d'une audience plus vaste, pourraient à nouveau devenir plus exclusives.

MD: Les techniques utilisées par les

hedge funds les limitent en termes de masse sous gestion. Il n'y aura donc jamais de place pour de l'investissement à large échelle dans les hedge funds. Si les hedge funds acceptent trop de souscriptions, ils s'obligent à prendre le risque du marché et se détournent de leur vocation première.

LFP: Il y aura probablement une bifurcation entre fonds UCITS III et fonds offshore avec, d'un côté, les clients qui veulent la liquidité et la sécurité réclamées par le cadre régulateur – et qui sont d'accord de se priver d'une partie des rendements – et, de l'autre, les initiés historiques ou ceux qui comprennent qu'il faut travailler à moyen terme avec ce genre de produits pour leur permettre d'atteindre des rendements plus élevés. Il faudra choisir son camp.

Pensez-vous que l'industrie des hedge funds doit changer?

SG: L'industrie est en évolution permanente. Les investisseurs demanderont toujours plus de transparence et de responsabilité de la part des hedge funds.

MD: Souvent, les stratégies sont bonnes pour un temps, puis n'apportent plus rien, car le marché est devenu efficient. Pour parvenir à s'adapter en permanence et innover, l'industrie a besoin d'un environnement très libéral. Cela suppose que les plateformes de comptes gérés et les fonds de type UCITS III risquent de n'attirer que des stratégies en fin de cycle.

LFP: L'idéal serait qu'il y ait peu d'argent pour beaucoup de talent et que le niveau

de risque pour un certain rendement reste raisonnable. C'est le cas aujourd'hui, mais il n'est pas exclu que l'on revienne à un environnement surcapitalisé.

Comment, en tant qu'investisseur, s'assurer de la véritable qualité des hedge funds, alors que tant de professionnels de la gestion semblent eux-mêmes avoir failli, comme dans le cas de Madoff?

SG: Pour l'investisseur, il s'agit surtout d'avoir une contrepartie disponible et sérieuse pour répondre de façon compréhensible aux questions qu'il pourrait se poser. Par ailleurs, personne n'est à l'abri d'une erreur de jugement. C'est pour cela que le modèle «fund of funds» est parfaitement adapté à ce type de placements.

MD: C'est comme dans tous les métiers. Il n'est pas facile de trouver les bons prestataires de services dans des domaines que l'on ne maîtrise pas soi-même.

LFP: Il faut faire sa propre due diligence sur l'intermédiaire auquel on s'adresse, en l'interrogeant sur la qualité et la profondeur de son processus de due diligence et de validation des fonds, sur ses erreurs passées, sur son track record historique... Surtout, il faut s'assurer que son argent personnel et celui de sa société sont investis dans les mêmes hedge funds que vous! ■