

Après la crise, le retour des bons hedge funds?

Perspectives Il reste beaucoup trop de piètres hedge funds. Une consolidation est à la fois inévitable et... souhaitable



Jean-Charles Crouzet*

Cette année, l'industrie des hedge funds paraît avoir assuré sa meilleure performance des dix dernières années. Les résultats se sont nettement améliorés et les actifs sous gestion ont légèrement augmenté. Tout le monde en semble heureux. Pourtant, nous ne sommes pas sûrs que cela soit bon pour les hedge funds. Car il reste trop de fonds de piètre qualité et, surtout, nombre de gérants mettront encore longtemps avant de toucher des commissions de performance. Une consolidation est donc à la fois inévitable et... souhaitable.

Après certaines déconvenues, il est essentiel de bien comprendre que les hedge funds ne sont pas une classe d'actifs mais, au contraire, une approche de gestion. La plus judicieuse, à nos yeux de gérants d'un fonds qui vient d'être

classé Best Multistrategy Fund of Hedge Fund sur trois ans par Banco.

S'il y a quelques très bons gérants de hedge funds, ils sont toutefois peu nombreux. D'où l'importance d'une sévère sélection, car ils sont rares à s'imposer la règle fondamentale des hedge funds: protection du capital et cumul des intérêts composés.

Les hedge funds ne sont pas une classe d'actifs mais, au contraire, une approche de gestion

Trop de gérants restent polarisés sur la performance à court terme, plutôt que de rechercher le meilleur équilibre entre risque et rendement. Leur objectif devrait se concentrer sur la génération d'alpha et une performance absolue, qui ne peut être espérée qu'en limitant les pertes de valeur tant par une allocation d'actifs dynamique que des exigences ultra-rigoureuses en matière de contrôle et de gestion des risques. Or, la surperformance des hedge funds par rap-

port à leurs indices de référence est souvent due surtout à un effet de levier, lequel n'est pas le meilleur moyen de... limiter ses risques.

Aujourd'hui, il peut être utile de se pencher non seulement sur la performance des hedge funds, mais aussi sur leur rentabilité, dont l'absence va pousser à la consolidation du métier. Pour mémoire, les hedge funds prélèvent une commission de gestion sur le montant des actifs gérés; celle-ci est généralement de 2%, mais peut varier de 0 à 5%. En plus, les fonds encaissent une commission de performance, souvent de l'ordre de 20%, calculée sur la marge de rendement positif, voire sur la surperformance par rapport à un indice de référence. Les gérants ont ainsi une forte motivation à performer, mais souvent au détriment de la protection du capital de leurs clients.

En 2008, les commissions des hedge funds ont subi un triple impact négatif: performance négative, retraits des clients et baisse des actifs gérés. Les commissions de gestion en ont souffert.

Selon le HFRI Fund Weighted Index, une grande référence de l'industrie, la performance a chuté de 19% en 2008. Depuis, elle a rebondi de 16.6% (au 31 octobre

2009). Toutefois un fonds ne peut encaisser une commission de performance que si la valeur nette d'inventaire (NAV) est supérieure à la valeur maximale déjà atteinte auparavant (High Water Mark, HWM). En clair, un gérant ne touchera sa commission de performance que lorsque son fonds aura retrouvé, puis dépassé, la valeur qu'il avait à son plus haut de 2008.

Une commission de gestion est prélevée par les hedge funds sur le montant des actifs gérés

Un client ayant investi 1 million de francs dans un hedge fund qui a baissé de 50% se retrouvera avec 500 000 francs seulement. Pour que le gérant de son fonds puisse enfin toucher une commission, il faudra que le fonds délivre une performance de 100% et que le client retrouve son million...

Malgré un évident retournement de performance, le modèle d'affaires et la rentabilité des hedge funds restent menacés, du moins chez les plus fragiles. Selon

l'institut Hedge Fund Research (HFR) de Chicago, deux tiers des fonds n'ont pas récupéré leurs fortes baisses de 2008 et 25% d'entre eux sont encore au moins 20% sous le sommet atteint auparavant. Ils ne bénéficieront donc toujours pas de commissions de performance.

Pour sa part, TrimTabs, une firme de recherche indépendante, après avoir analysé les 1100 fonds les plus importants, a mis en évidence que seuls 13% des gérants ont retrouvé le niveau de leur sommet (HWM), alors que 18% d'entre eux sont encore à 30% de cet objectif. En moyenne générale, les fonds sont encore en retard de 17% par rapport à leur sommet.

TrimTabs le confirme: pour 87% de ces 1100 hedge funds, 2009 sera la deuxième année consécutive sans commission de performance. On comprend facilement qu'une telle situation puisse obliger à une consolidation forcée de l'industrie. Le McKinsey Global Institute, lui, relève que 2000 hedge funds, soit plus de 20% du total, ont déjà fermé boutique depuis le début de l'an dernier. Conclusion? Choisissez bien!

*Deputy-CIO/Head of Research, Heritage Alternative Investments.