

Les nouveaux défis de la gestion alternative

Les hedge funds doivent miser sur l'amélioration de la performance et du risque. Leurs frais élevés et leurs faibles résultats ont tendance à les défavoriser.

Les fonds alternatifs se distinguent des fonds mutuels par l'utilisation des produits dérivés, de la vente à découvert ainsi que de l'effet de levier. Ces différences leur permettraient de générer de la surperformance quelles que soient les conditions des marchés. Cette capacité à surperformer justifierait des frais plus importants composés de frais de gestion fixes variant entre 1 et 3% du capital initial et de frais de gestion variables compris entre 10 et 30% de la performance engendrée.

Une de nos études montre que la proportion des fonds alternatifs surperformants reste globalement faible et varie en fonction des crises sur les marchés financiers.

Durant la faillite du fonds LTCM, 16% des gestionnaires sur la stratégie «Equity Long/Short» généraient de l'alpha, 62% de ces gestionnaires voyaient leur surperformance absorbée par les frais de gestion et, finalement, 22% sous-performaient. Bien que la crise des subprimes ait apporté une nette amélioration de la liquidité et de la transparence des fonds alternatifs, ces frais de gestion restent actuellement du même ordre alors que la proportion des fonds alternatifs sous-performants est encore plus marquée lors de cette crise. Le nombre de gérants qui sous-performent explose durant la crise des subprimes avec une proportion égale à 75%. Néanmoins, malgré l'ampleur de la crise, un gérant sur cinq surper-

forme prouvant que le talent est présent mais rare.

LA PROPORTION DES FONDS ALTERNATIFS SURPERFORMANTS RESTE FAIBLE

La dernière crise a donc révélé à quel point l'analyse de la performance, du risque et du style est primordiale pour l'élaboration d'un portefeuille aux propriétés intéressantes dans le cas de marchés baissiers. L'étude de la performance des gérants est donc importante car c'est cette capacité à gérer de la surperformance qui justifie ces frais de gestion élevés. Mais une analyse du risque qui tient compte de l'allocation dynamique est tout aussi primordiale. La même étude souligne l'hétérogénéité de la variation des expositions par rapport aux indices de marché à l'intérieur d'une même stratégie.

En moyenne, 30% des fonds appartenant à une même stratégie montrent un changement d'expositions supérieur à 10%. En cas de marché volatil, un pourcentage non négligeable peut voir son risque de marché augmenter alors

qu'un autre pourcentage peut voir son risque plutôt diminuer. Ces changements d'exposition rendront le contrôle des risques difficile. Pour illustrer ce point, nous avons créé deux portefeuilles «Market Neutral» et avons réalisé que la performance cumulée en sera améliorée essentiellement

grâce au fait que la volatilité est mieux contrôlée. Il est donc important de ne pas tenir compte uniquement des styles ou stratégies lors de la construction de portefeuilles mais plutôt de baser cette dernière sur une analyse du risque qui tient compte de la dynamique des gestionnaires de fonds alternatifs.

Néanmoins, étudier une stratégie peut fournir des renseignements intéressants sur le comportement du gestionnaire de fonds alternatifs face à des phases de marché. Notre dernière étude indique ainsi que, suivant les indices de marché et les stratégies analysées, un fonds alternatif pouvait être décomposé en options sur indice. Cette connaissance permet de pouvoir anticiper la réaction du fonds en cas de marché baissier. Par exemple, deux fonds qui s'apparentent respectivement à un put et à un call sur le S&P 500 donnent une information de première importance sur le choix du fonds dans lequel investir. Elle permet de lier les prévisions d'un économiste sur les futures performances des marchés au type de stratégies à inclure dans le portefeuille.

Réussir à lier les options à un fonds alternatif peut aussi être utilisé dans la réplcation. Par exemple, si un fonds peut être décomposé en options disponibles sur les marchés, il est alors possible de répliquer la stratégie désirée. Evidemment la performance du produit répliquant n'inclurait pas l'«alpha» du gérant. Mais lors-

que l'on sait qu'une grande partie de cet alpha est absorbée par les frais de gestion, la réplcation prendrait toute son importance et aurait, au moins, un effet de pression sur les frais appliqués par les gestionnaires de fonds alternatifs.

Références

«Time-Varying Analysis in Risk and Hedge Fund Performance: How Forecast Ability Increases Estimated Alpha», Gilles Criton et Olivier Scaillet, Working Paper GFRI Université de Genève.

«Unsupervised Risk Factor Clustering: A Construction Framework for Funds of Hedge Funds», Gilles Criton et Olivier Scaillet, Working Paper GFRI Université de Genève.



> Olivier Scaillet

Professeur à l'Université de Genève et Senior Chair du Swiss Finance Institute



> Gilles Criton

Analyste quantitatif hedge funds, Lombard Odier Asset Management (Switzerland)