

PANORAMA MONDIAL

LES HEDGE FUNDS :
L'INDUSTRIE ESSAIME
D'OUEST EN EST

Daniel Capocci

PhD, Senior Portfolio Manager
Kredietbank
Luxembourg,
Université de
Liège, Luxembourg
School of Finance
et Edhec Risk &
Asset Management
Center

Si le marché originel des *hedge funds*, les États-Unis, reste prépondérant, la croissance de l'industrie est principalement tirée par les marchés émergents : l'Asie, mais aussi l'Europe de l'Est et l'Amérique latine, marché encore balbutiant mais prometteur. L'Europe, entre ces deux pôles, s'affirme comme un marché à maturité.

A lors que les marchés financiers connaissent des performances mitigées en 2007, l'industrie des *hedge funds* a continué à se développer, tirée largement par les performances des marchés émergents et la crise du marché hypothécaire risqué qui a conduit à réorienter certains investissements au cours de l'année. Sur base d'une analyse des données existantes et de diverses études de l'industrie, le nombre total de *hedge funds* se situe entre 10 000 et 11 000 fonds avec des actifs sous gestion de l'ordre de 1 700 milliards

« La stratégie macro, majoritaire des années 90 est bel et bien devenue relativement marginale. »

de dollars. Ceci indique une croissance de l'ordre de 12 % en nombre de fonds et de 20 % en termes d'actifs sur la dernière année... même si les *hedge funds* représentent selon une étude d'UBS moins de 10 % de l'ensemble des actifs totaux mondiaux (actions, obligations, marché monétaire et produits mixtes). Les opportunités de croissance restent, par conséquent, réelles.

LES ÉTATS-UNIS :
LE MARCHÉ ORIGINEL

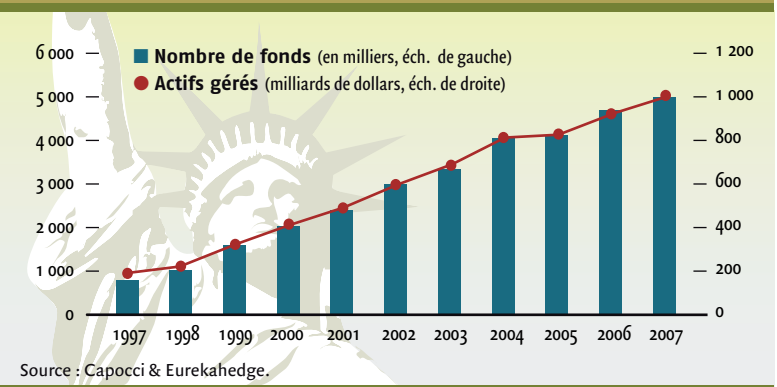
Le marché américain des *hedge funds*, le plus ancien, continue d'être le plus important tant en nombre de fonds qu'en termes d'actifs sous gestion. La moitié des *hedge funds* mondiaux, soit près de 5 000 fonds sont américains, avec des actifs sous gestion de l'ordre de 800 milliards de dollars. La croissance de ce marché est cepen-

dant moindre que dans le passé et que dans de nombreux autres marchés (encadré 1) : un nombre important de nouveaux fonds continue à se créer, mais cette croissance est contrebalancée par les fermetures de fonds [1].

Ce taux de rotation élevé entraîne un biais des fonds américains qui, pour la plupart, disposent d'une base d'actifs relativement faible qui ne leur permet souvent pas de rentrer dans leurs frais. Pas moins de 40 % des *hedge funds* américains ont moins de 20 millions de dollars sous gestion (encadré 2) et 50 % des fonds disposent de moins de 50 millions. Ce montant constitue en général le *break-even point*, c'est-à-dire le montant qui permet au gérant moyen de rentrer dans ses

[1] De faibles actifs sous gestion couplés avec une performance mitigée expliquent la majorité des cas.

I. DÉVELOPPEMENT DES HEDGE FUNDS AMÉRICAINS



Les stratégies d'investissement alternatives

Stratégies directionnelles (bénéficiaire des mouvements du marché)

■ **Long-short equity** : les gestionnaires prennent des positions longues dans certains titres et vendent d'autres titres à découvert.

■ **Macro** : gestionnaires globaux ou internationaux qui utilisent une approche opportuniste *top-down*, suivant les changements majeurs dans les économies globales.

■ **CTA** : les gérants de ce type de fonds prennent position sur une tendance dans le marché par l'intermédiaire de contrats à terme.

■ **Fixed income** : positions longues et à découvert dans des produits de taux (obligations entre autres).

Stratégies non directionnelles (neutres par rapport au marché)

■ **Relative value** : combinaison de diverses stratégies d'investissement particulières. L'objectif est de profiter de disparités de prix pour des titres généralement liés.

■ **Arbitrage** : exposition au risque minime sur divers marchés (obligations convertibles pour le *convertible arbitrage* ; marchés de taux pour le *credit arbitrage*, etc.).

Stratégies intermédiaires

■ **Multistratégie** : les gestionnaires utilisent typiquement 2 ou 3 stratégies spécifiques prédéterminées dans un effort pour diversifier leurs approches.

■ **Distressed securities** : investir dans les capitaux propres ou dans les dettes de compagnies en faillite, en réorganisation ou dans d'autres situations de détresse.

■ **Event driven** : investir dans des sociétés à des moments importants telles des restructurations, des fusions et acquisitions, des réorganisations, etc.

frais. La taille moyenne des fonds a cependant continué à croître au cours des dernières années : alors qu'elle se situait entre 50 et 100 millions en 2000, elle varie aujourd'hui entre 150 et 200 millions de dollars.

PRÉPONDÉRANCE DE LA STRATÉGIE LONG/SHORT EQUITIES

En termes de répartition par catégorie d'investissement (encadré 2), la stratégie *long/short equities* reste prépondérante (encadré 3). Selon nos chiffres, les autres stratégies se répartissent les 60 % restants de façon relativement homogène avec une prépondérance des stratégies combinées type multistratégies, macro et des stratégies

purement non-directionnelles de type arbitrage. Ces chiffres confirment que la stratégie macro, majoritaire des années quatre-vingt-dix est bel et bien devenue relativement marginale, que de nombreux fonds convertibles arbitrage ont décidé de se diversifier après les difficultés que ces marchés ont connues en 2003 et 2004 et que les stratégies de type *event driven* et *distressed securities* se portent bien.

En termes de mandat géographique, les fonds américains restent majoritairement concentrés sur leur propre marché (45 % des fonds) même si la grande majorité (48 %) se laisse la possibilité d'investir globalement. Ceci signifie qu'unique-

ment 7 % des fonds domiciliés aux États-Unis investissent exclusivement en dehors du pays. Ce chiffre, quoique en croissance inférieur à 5 % il y a encore quelques années, reste encore marginal.

LE DÉVELOPPEMENT EUROPÉEN

Le marché européen des *hedge funds* se développe rapidement depuis la fin des années quatre-vingt-dix, mais en 2007 le taux de croissance est moindre que par le passé, particulièrement pour le nombre de fonds (encadré 4). Cependant, même si le taux de croissance du nombre de fonds des *hedge funds* européens (5 % en 2007) a été inférieur à celui des fonds américains (7-8 % en 2007), la croissance des actifs a été plus forte en Europe (20 % contre 10 % aux États-Unis).

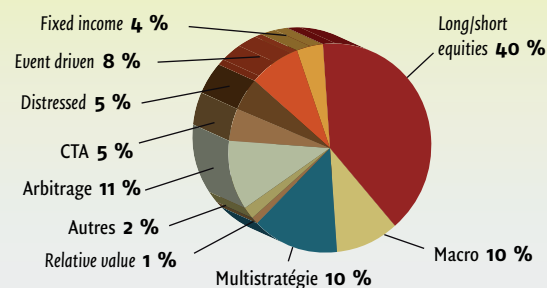
La répartition des *hedge funds* européens en catégorie d'investissement (encadré 5) montre une situation proche de celle obtenue aux États-Unis avec approximativement 44 % de fonds *long/short equities*. Cet élément indique une certaine maturité de l'industrie européenne, alors qu'il y a quelques années encore la stratégie *long/short* représentait encore près des deux tiers des stratégies appliquées par les fonds européens.

La stratégie *event driven* est plus présente en Europe qu'aux États-Unis avec 11 % des actifs (plus 3 % pour les fonds *distressed securities*). En ter-

« Alors que quasiment aucun fonds n'était domicilié en France il y a encore quelques années, ce pays ressort aujourd'hui comme le second marché pour les *hedge funds*. »

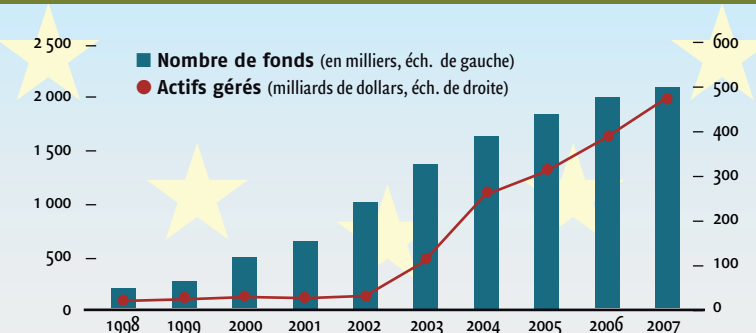
3. LES HEDGE FUNDS AMÉRICAINS

Répartition par stratégie d'investissement sur base des actifs sous action



Source : EurekaHedge.

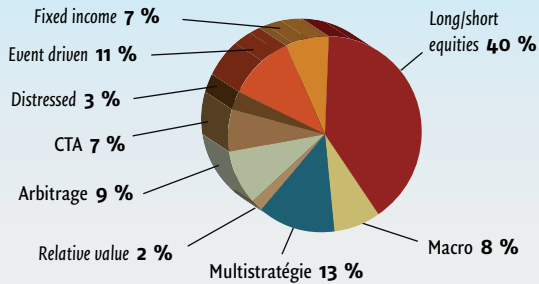
4. DÉVELOPPEMENT DES HEDGE FUNDS EUROPÉENS



Source : EurekaHedge.

5. LES HEDGE FUNDS EUROPÉENS

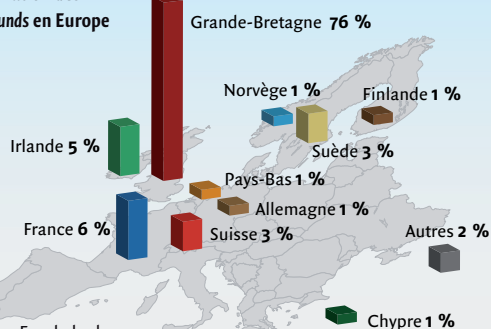
Répartition par stratégie d'investissement sur base des actifs sous action



Source : EurekaHedge.

6. HEDGE FUNDS EUROPÉENS

Domiciliation des hedge funds en Europe



Source : EurekaHedge.

mes de taille moyenne, les fonds *event driven* restent les plus importants. Alors que cette stratégie ne représente que 4 % du nombre de fonds européens, ces derniers ne gèrent pas moins de 11 % des actifs de l'industrie, soit près de 600 millions de dollars par fonds en moyenne, ce qui est le double de la taille moyenne des *long/short* européens.

L'ÉMERGENCE DE LA FRANCE

Alors que, tout comme aux États-Unis la majorité des fonds européens se laissent la liberté d'investir globalement, uniquement un quart des fonds se concentre sur l'Europe. Le solde, près de 20 % se concentre dans le reste du monde. Ceci est beaucoup plus élevé que les 7 % relevés aux États-Unis.

En ce qui concerne la localisation

« Suite au défaut de la Russie sur ses dettes en 1998, quelques fonds spécialisés sur ces produits sont apparus afin de profiter de la relance de l'économie. »

géographique des gérants de *hedge funds* européens (encadré 6), Londres reste aujourd'hui le premier choix de nombreux gérants avec plus de trois quarts des fonds domiciliés en Grande-Bretagne. Mais certains pays, comme la France, émergent : alors que quasiment aucun fonds n'y était domicilié il y a encore quelques années, ce pays ressort aujourd'hui comme le second marché pour les *hedge funds*, même si le pourcentage rapporté reste faible comparé à la Grande-Bretagne. Des évolutions réglementaires récentes (augmentation des taxes à Londres et allègement en Suisse par exemple) pourraient confirmer ces changements dans les années à venir.

ASIE : LA PLUS FORTE CROISSANCE

La croissance de l'industrie asiatique des *hedge funds* (encadré 7) continue à être supérieure à celle des marchés développés. Les taux de croissance atteignent 18 % en nombre de fonds et 28 % en termes d'actifs sous gestion.

Cette évolution est due à divers facteurs :

- des réglementations locales favorables, notamment l'autorisation de prendre des positions courtes dans un nombre croissant de marchés de la région (à l'exception de la Chine) et la facilité qu'offrent certains mar-

chés pour constituer un fonds local (Singapour) ;

- la diversification des stratégies proposées, par opposition aux fonds *long/short* qui représentaient il y a quelques années quasiment toute l'industrie alternative locale ;

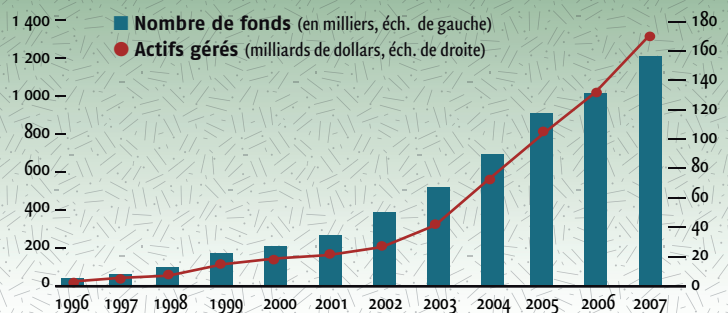
- enfin, de belles performances des marchés émergents au cours des dernières années.

En termes de stratégies (encadré 8), même si la tendance est à la diversification, les fonds *long/short equities* représentent toujours 60 % de l'industrie asiatique des *hedge funds*. Au sein de cette catégorie cependant, des fonds sectoriels par pays ont fait leur apparition. Il existe aujourd'hui des fonds *long/short* qui offrent une exposition exclusive à l'Inde, la Chine, la Thaïlande ou encore la Corée du Sud. Ces produits permettent aux spécialistes de concentrer leurs risques sur les marchés qu'ils connaissent le mieux et d'en tirer le meilleur profit. En dehors des fonds *long/short equities*, d'autres stratégies de type multistratégies ou *event driven* sont aujourd'hui disponibles.

LES GÉRANTS ASIATIQUES INSTALLÉS DANS LES PAYS ANGLO-SAXONS

La répartition géographique des investissements des *hedge funds* asiatiques est plus diversifiée que celle de leurs équivalents européens ou

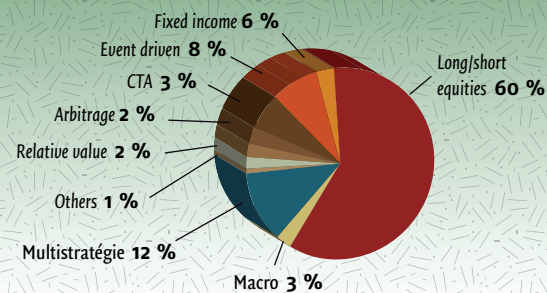
7. DÉVELOPPEMENT DES HEDGE FUNDS ASIATIQUES



Source : EurekaHedge.

8. LES HEDGE FUNDS ASIATIQUES

Répartition par stratégie d'investissement sur base des actifs sous action



Source : Eurekahedge.

américains. Même si, globalement, l'Asie représente 60 % de l'ensemble, cette catégorie peut être sous-divisée entre divers pays ou sous-régions. Le Japon et les fonds globaux restent prépondérants.

La localisation des gérants de *hedge funds* asiatiques indique quelques éléments étonnants. La majorité des gérants de *hedge funds* asiatiques sont basés en Grande-Bretagne et aux États-Unis, loin devant les centres financiers asiatiques comme Hong Kong ou Singapour, même si ces derniers marchés ont connu une croissance importante au cours des dernières années. Ensuite, les fonds

japonais sont en perte de vitesse et moins de 10 % des fonds asiatiques sont basés au Japon alors qu'on rapportait plus de 20 % en 2004 (Capocci, 2006).

L'ensemble des éléments et des chiffres repris indique une diversification des stratégies de l'industrie asiatique des *hedge funds*.

L'ATTRAIT DE L'EUROPE DE L'EST

L'industrie des *hedge funds* de l'Europe de l'Est présente certaines particularités : les marchés locaux de la Russie en particulier se développent, mais ils ont été très volatils historiquement. Depuis la crise russe de 1998, la performance de ces marchés a été particulièrement élevée, ce qui attire les capitaux étrangers. La Russie constitue dans cette perspective un pari sur le prix des matières premières (pétrole et gaz principalement), mais son système politique n'est pas toujours vu comme très stable. Un certain nombre de pays de l'Europe de l'Est (la Pologne, la République tchèque, la Hongrie, la Slovaquie, l'Estonie, la Lituanie et la Slovénie) sont entrés dans l'Union européenne en 2004.

Tous ces éléments suggèrent que ces marchés émergents constituent une terre de prédilection pour des investisseurs alternatifs qui ont développé des connaissances ou des relations spécifiques. La forte volatilité des marchés entraîne que de nombreux gérants vont viser des rendements absolus. Il est, dès lors, difficile de différencier les fonds alternatifs des autres fonds *absolute return*. On peut estimer aujourd'hui qu'il existe entre 70 et 100 fonds *absolute return* investis en Europe de l'Est ou en Russie (encadré 9). Les marchés les plus liquides dans la région sont la Russie et la Turquie. La plupart des fonds se laissent la liberté d'investir dans plusieurs marchés de la région, voire même au Moyen-Orient ou en Afrique.

LA RUSSIE MÈNE LE BAL

Quatre stratégies d'investissement émergent : *long/short equity*, *event driven*, *fixed income/currency* et *multi-stratégie*. Jusqu'il y a peu, les fonds étaient quasiment exclusivement longs et l'idée de rendement absolu se basait exclusivement sur les aptitudes du gérant à gérer la volatilité à la

SÉMINAIRE D'ACTUALITÉ

Loi de financement de la sécurité sociale :

Actualités, avenir et conséquences sur le « Droit à la santé »

- ▽ Actualité de la loi de financement sécurité sociale
- ▽ Exemple pratique de mise en œuvre de la réforme
- ▽ Comment maîtriser les contrats responsables ?
- ▽ Droit comparé et politique de santé dans l'Union Européenne
- ▽ Projet de directive santé
- ▽ Table ronde : vers quel type de protection sociale allons-nous ?

À Paris,
le jeudi **15 mai 2008**
de 9h à 17h



Séminaire animé par :

MME LEBOSSEY,
Responsable des Affaires Juridiques, Groupe Mederic

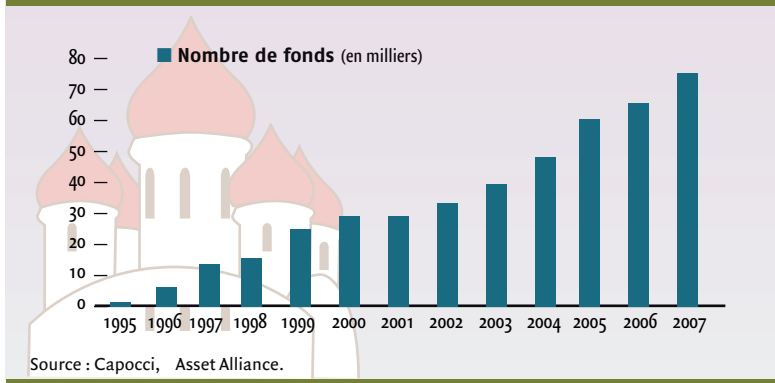
MME MARION,
Cabinet Actuarielles

MAÎTRE MEYNT,
Cabinet Fidal

Demos - 20 rue de l'Arcade 75008 Paris - 01.44.94.58.43 - banques@demoss.fr - www.demoss.fr

demoss

9. LES HEDGE FUNDS D'EUROPE DE L'EST



baisse. En outre, il était très difficile de prendre des positions à la baisse. La stratégie *long/short* a émergé suite à l'augmentation du nombre de titres disponibles pour prendre des positions baissières. Les seuls titres disponibles restent cependant encore les grandes sociétés les plus liquides. La stratégie *event driven* fait suite aux grands changements qu'a connus et que connaît toujours la région (la Russie particulièrement). Suite au défaut de la Russie sur ses dettes en 1998, quelques fonds spécialisés sur ces produits sont apparus afin de profiter de la relance de l'économie. Les fonds multistratégies combinent finalement les autres stratégies ou d'autres opportunités.

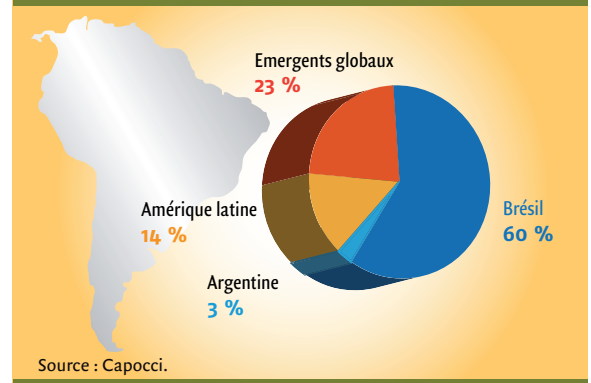
AMÉRIQUE LATINE : MARCHÉ BALBUTIAN

Le marché latino-américain des *hedge funds* est toujours dans son enfance. Le premier fonds a été créé au milieu des années quatre-vingt-dix et l'industrie a réellement commencé à croître à partir de 1999 pour trois principales raisons. Premièrement, la baisse de l'hyperinflation et la croissance de l'importance et de la qualité des intervenants locaux. Deuxièmement, l'après-crise de 1997 a créé de réelles opportunités. Le démantèlement des opérations de nombreuses banques d'investissement étrangères avant les élections de 2002 a poussé

de nombreux anciens *traders* à créer leur propre fonds. Aujourd'hui, ce marché compte approximativement 290 fonds avec des actifs de 42 milliards de dollars (encadré 10). La plupart de ces fonds se concentrent sur le Brésil qui est de très loin le marché principal de la région (il représente également 80 % du marché des fonds communs de la région). Divers fonds spécialisés sur l'Argentine ont également été créés après le défaut de ce pays sur ses dettes en 2001, avec pour objectif de profiter de la restructuration de la dette nationale : s'y retrouvent les fonds concentrés sur le Brésil, argentins, les fonds *Latin America* et les fonds globaux avec une exposition significative à l'Amérique latine (entre 40 % et 60 %).

En ce qui concerne les stratégies d'investissement, les fonds multi-

10. HEDGE FUNDS SUD-AMÉRICAINS



stratégies représentent la moitié de l'industrie régionale suivis par les fonds macro, les *long/short*, les *fixed income arbitrages* et, dans une moindre mesure les fonds *relative value* et *distressed securities*.

LE POTENTIEL DES MARCHÉS ÉMERGENTS

L'industrie des *hedge funds*, en pleine croissance depuis plusieurs années, continue à se consolider. Même si sur le marché originel de cette industrie les États-Unis restent prépondérants, la plus forte croissance se situe aujourd'hui dans les marchés émergents où les opportunités d'investissement semblent être les plus intéressantes. Alors qu'il y a quelques années, seuls des fonds *long/short* intervenaient en Asie, l'ensemble des stratégies alternatives sont présentes aujourd'hui. En Amérique latine, la situation est identique, même si le marché est toujours dans une phase antérieure de son développement.

En outre, la libéralisation en termes de positions courtes d'un nombre sans cesse croissant de marchés crée de nouvelles opportunités ; de plus en plus de spécialistes créent des fonds spécialisés sur divers marchés, ce qui est un avantage certain pour les investisseurs exposés au marché des fonds alternatifs. ■

BIBLIOGRAPHIE

- Capocci Daniel, *Introduction aux Hedge Funds*, Economica, Paris 2004, p.341.
- Capocci Daniel, *Les Hedge Funds dans le Monde*, Revue Bancaire et Financière, 2006.
- Douglas Peter, *Asian Markets Shows its Maturity*, *Hedgeweek*, April 2007, p.8-11.
- EurekaHedge, *Key Trends in European Hedge Funds*, White Paper, www.eurekaHedge.com; August 2007.
- EurekaHedge, *Key Trends in American Hedge Funds*, White Paper, www.eurekaHedge.com, October 2007.
- EurekaHedge, *Key Trends in Asian Hedge Funds*, White Paper, www.eurekaHedge.com, March 2007.
- Gray Simon, *Foreign Investors Embrace the Latin Hedge Fund Boom*, *Hedgeweek*, October 2006, p.3-6.