

La valeur ajoutée du gérant

La recherche du meilleur gérant alternatif est le souci premier de la majorité des investisseurs. Les tendances nettes en matière de performance et de régularité sont parfois difficiles à repérer et rendent le processus de sélection délicat.

Des pourcentages de +6.5 % contre -7.5 %. Ce sont les performances respectives des gérants de *hedge funds* «*equity market neutral*», sur le premier semestre 2001, selon CSFB/Tremont, et de l'indice S&P 500. On comprend ainsi mieux l'intérêt accru des investisseurs pour les produits de la gestion alternative. Néanmoins, tout n'est pas toujours merveilleux dans le monde de la gestion alternative comme l'a montré la fermeture en avril 2000 de deux fonds «mythiques» Soros Fund et Tiger Management suite à des rachats massifs liés à des performances médiocres.

Ces exemples traduisent bien la spécificité de la gestion alternative qui vise à offrir de la performance pure (l'alpha) débarrassée de la performance intrinsèque des marchés. L'investisseur abandonne la rémunération structurelle à long terme (la prime de risque) liée à l'établissement d'une position longue dans des actifs tels que les actions ou les obligations. En effet, dans le cadre de la gestion alternative, les positions prises à la hausse et à la baisse font que les primes de risque se compensent et même «s'annulent». En contrepartie, on ne supporte plus en principe le risque directionnel d'une évolution défavorable des actifs financiers sur une période donnée comme, par exemple, les marchés actions sur les derniers mois. En fait, l'investisseur est exposé directement à la valeur ajoutée du gérant et à sa capacité de détection d'opportunités. Comment cette quête de la performance se situe-t-elle par rapport à la théorie financière basée sur le concept d'efficience des marchés ?

Les gérants de fonds alternatifs sont-ils capables de délivrer de l'alpha et ce de manière régulière ? Comment sélectionner les gérants capables de dégager de la valeur ajoutée ?

LA QUÊTE DE L'ALPHA :
ENTRE THÉORIE...

Alors qu'un fonds traditionnel va avoir comme performance moyenne celle de sa classe d'actifs (soit le taux sans risque augmenté de la prime de risque ajustée du niveau d'exposition au marché, le bêta), le fonds alternatif ne délivrera que le taux sans risque augmenté de la valeur ajoutée du gérant (l'alpha). Au premier abord, cette vision de la gestion alternative ne semble pas aller de pair avec la théorie financière. Le CAPM (*Capital Asset Pricing Model*) établit ainsi que seul le risque de marché est rémunéré. Or, les *hedge funds* ne sont pas exposés en principe au risque systématique. Le concept d'efficience des marchés repose, lui, sur la rationalité du comportement des acteurs des marchés financiers. Le prix des actifs va s'ajuster de manière très rapide et en moyenne correctement à toute nouvelle information publique ou privée disponible (versions semi forte et forte de l'efficience). Le prix d'une action représente ainsi à tout instant une bonne estimation de la valeur réelle de la société, ce qui limite forcément les opportunités d'investissement.



JEAN-CHARLES BERTRAND*
Responsable
de la gestion obligataire
Sinopia

“Les gérants alternatifs ont été capables de dégager de la valeur ajoutée sur une période relativement longue et largement favorable aux actions.”

*Jean-Charles Bertrand gère notamment une gamme de fonds alternatifs : Sinopia Alternative Funds, basé à Luxembourg et Alternatime, FCP de droit français à vocation générale offrant une stratégie long/short obligataire sur les marchés de taux internationaux

LA GESTION ALTERNATIVE

1. Rentabilité et volatilité des *hedge funds*

Données mensuelles en % (extrait de Bin Liang [2001]).

| | Top-down Macro | Market neutral | Opportunities | Relative value | Technical | Systematic | Average |
|---------------------------|-------------------|-------------------|---------------|-------------------|-----------|------------|---------|
| 1990 | | | | | | | |
| Rentabilité | 0.85 | 0.73 | 0.93 | 0.63 | 2 | 2.28 | 1.21 |
| Volatilité | 1.21 | 1.05 | 1.53 | 1.23 | 2.45 | 2.91 | 1.62 |
| 1991 | | | | | | | |
| Rentabilité | 1.99 | 1.40 | 2.01 | 1.58 | 1.16 | 1.32 | 1.53 |
| Volatilité | 2.12 | 0.79 | 1.73 | 1.88 | 4.28 | 4.88 | 2.42 |
| 1992 | | | | | | | |
| Rentabilité | 1.22 | 1.07 | 1.30 | 1.11 | 0.52 | 0.60 | 1.01 |
| Volatilité | 1.67 | 0.75 | 1.53 | 0.90 | 2.52 | 3.09 | 1.66 |
| 1993 | | | | | | | |
| Rentabilité | 2.71 | 1.71 | 2.30 | 2.31 | 1.99 | 1.56 | 2.01 |
| Volatilité | 1.68 | 0.76 | 1.26 | 1.21 | 1.21 | 1.89 | 1.38 |
| 1994 | | | | | | | |
| Rentabilité | -0.21 | 0.14 | 0.09 | -0.04 | -0.11 | -0.38 | -0.05 |
| Volatilité | 1.87 | 0.71 | 1.35 | 1.33 | 0.29 | 1.53 | 1.24 |
| 1995 | | | | | | | |
| Rentabilité | 1.05 | 1.08 | 1.37 | 1.09 | 1.11 | 1.10 | 1.18 |
| Volatilité | 1.43 | 0.53 | 1.14 | 0.93 | 1.77 | 1.96 | 1.30 |
| 1996 | | | | | | | |
| Rentabilité | 1.43 | 1.08 | 1.58 | 1.30 | 1.01 | 1.07 | 1.26 |
| Volatilité | 1.98 | 0.72 | 1.74 | 1.07 | 2.38 | 2.66 | 1.74 |
| 1997 | | | | | | | |
| Rentabilité | 1.45 | 1.10 | 1.51 | 1.23 | 1.00 | 1.05 | 1.24 |
| Volatilité | 2.68 | 0.82 | 2.31 | 1.58 | 2.37 | 2.63 | 2.19 |
| 1998 | | | | | | | |
| Rentabilité | -0.38 | 0.37 | 0.11 | -0.01 | 0.65 | 0.57 | 0.25 |
| Volatilité | 3.62 | 1.46 | 3.36 | 2.72 | 1.31 | 1.40 | 2.57 |
| 1999 (janv.-juil.) | | | | | | | |
| Rentabilité | 1.77 | 1.17 | 2.00 | 1.64 | 0.64 | 0.46 | 1.43 |
| Volatilité | 2.35 | 0.64 | 2.28 | 1.69 | 1.76 | 1.94 | 1.90 |
| Rentabilité moyenne | 1.19 | 0.99 | 1.32 | 1.08 | 0.96 | 0.96 | 1.11 |

Après s'être appuyés pendant de nombreuses années sur ces concepts clés, un certain nombre d'universitaires remettent en cause aujourd'hui l'hypothèse de rationalité des acteurs financiers en développant un nouveau champ de réflexion appelé finance comportementale. Ils estiment en effet que les décisions des investisseurs sont influencées par des paramètres comportementaux : excès de confiance, réactions disproportionnées, phénomènes de mode.

“Il semble difficile de valider l'hypothèse de persistance des performances pour les gérants enregistrant des résultats très satisfaisants.”

Sans aller aussi loin, des défenseurs célèbres de l'efficacité des marchés comme Burton Malkiel [1999] reconnaissent que «le marché n'est pas toujours rationnel à court terme» et qu'on assiste à des phénomènes de sur-réaction des acteurs financiers qui peuvent être mis à profit. La théorie financière

ou du moins une partie récente de la théorie financière n'est donc pas incompatible avec la production d'alpha. Par ailleurs, il est clair que des facteurs liés à la liquidité font que les marchés sont parfois loin d'être «parfaits», ce qui peut entraîner des inefficiences à court terme. Les gérants de fonds alternatifs ont en principe les moyens de pouvoir exploiter ces opportunités grâce à leur cadre juridique allégé (flexibilité dans le choix des investissements et leur expertise sur ces marchés spécialisés). Est-ce réellement le cas ?

... ET RÉALITÉ

■ Les gérants sont-ils capables de délivrer de la surperformance ?

Bin Liang [2001] examine de manière approfondie les performances des *hedge funds* de 1990 à 1999. Il s'appuie sur la base de données de TASS qui comprend plus de 2 000 fonds. Il fournit le détail des rentabilités et des volatilités par année et par stratégie (voir un extrait pour un certain nombre de stratégies dans le tableau 1). La rentabilité moyenne

annuelle est de 14.2 %. La plus mauvaise année est 1994 (-0.6 %) et non comme on pourrait le croire 1998 qui est toutefois l'année la plus volatile. Parmi les stratégies, les «opportunistes» se révèlent être les plus profitables alors que les «techniques» et les «systématiques» sont peu performantes.

Comparées aux actifs traditionnels (actions) et plus particulièrement au S&P 500, les performances absolues sont un peu en retrait : 14.2 % contre 18.8 %. La période considérée a toutefois été très favorable aux actions. Une extension à l'année 2000 et au premier semestre 2001 réduirait assez nettement les écarts. Ce surcroît de performance s'accompagne d'une volatilité beaucoup plus élevée pour les actions : 13.5 % contre 6 %. Les rentabilités corrigées du risque ou ratio de Sharpe sont les suivants : 0.27 pour le S&P 500 et 0.41 pour les *hedge funds* pris dans leur ensemble. Il faut souligner que ces résultats ont été corrigés du

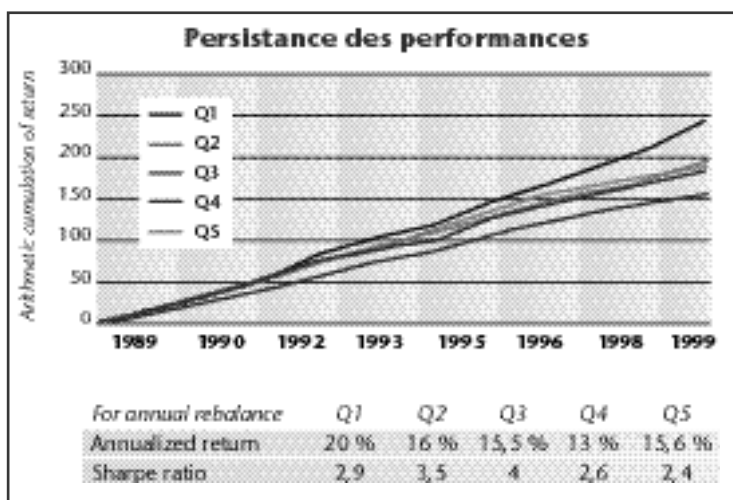
«biais du survivant» qui consiste à n'examiner que les résultats de fonds ayant survécu sur la période de référence, et donc d'éliminer les fonds disparus probablement suite à des résultats médiocres. On voit donc bien que les gérants alternatifs ont été capables de dégager de la valeur ajoutée en termes de rentabilité corrigée du risque sur une période relativement longue et largement favorable aux actions.

■ Superperformance et régularité ?

Les résultats du *tableau 1* montrent que le choix systématique de la même stratégie n'assure pas nécessairement une performance pérenne. Il y a des variations relativement importantes dans les classements année par année des différentes stratégies en fonction de leurs résultats. Des tests peuvent être aussi menés au niveau des gérants individuels pour juger de la persistance des performances. Une étude de Morgan Stanley examine le comportement des *hedge funds* : 5 portefeuilles équipondérés sont construits chaque mois à partir du classement par quintiles des fonds sur les douze derniers mois. Une persistance dans les surperformances devrait se traduire par l'excellente tenue des portefeuilles Q1 et Q2 (*graphique ci-dessus*). Cela n'est vérifié que marginalement et les tests statistiques ne sont pas significatifs. Il semble donc difficile de valider l'hypothèse de persistance des performances pour les gérants enregistrant des résultats très satisfaisants. En revanche, Agarwal et Naik [2000] trouvent qu'une certaine persistance des performances se trouve chez les gérants affichant de mauvais résultats. Leur conclusion est : «*losers continue to be losers*» ! Sur ce point là, les fonds alternatifs ne diffèrent guère des fonds traditionnels...

■ Comment détecter les meilleurs gérants ?

Nous avons vu qu'il semble bien difficile de repérer les gérants apportant de la valeur ajoutée de manière régulière. Un objectif plus réaliste va donc consister à éviter les fonds pouvant présenter des «accidents». Des analyses complètes doivent être mises en place lors de «due diligence». Une analyse quantitative



permet de repérer les gérants affichant de mauvais résultats sur des périodes significatives. De même, l'étude de la distribution des rentabilités permet de détecter les fonds ayant de fortes variations (queues de distribution épaisses). Une attention particulière doit être portée sur le contrôle des risques opérationnels (transactionnels) et financiers (calculs de VaR, scénarios de stress). Par ailleurs, il faut se méfier aussi des stratégies présentant peu de transparence et de clarté, à fort effet de levier et utilisant de manière importante les ventes à découvert (voir Ineichen [2000] pour plus de détails). La combinaison de ces différents éléments à défaut d'être une recette miracle devrait permettre de limiter les risques de mauvaises surprises.

En définitive, les fonds de gestion alternative sont à même de pouvoir apporter de la valeur ajoutée en exploitant des inefficiences de marché qui peuvent correspondre parfois à des primes de liquidité. En fait, l'analyse des performances au cours de la dernière décennie a montré la pertinence de ce style de gestion lorsqu'on examine la rentabilité corrigée du risque des *hedge funds* pris dans leur ensemble. La gestion alternative a donc de beaux jours devant elle ! En revanche, la sélection de stratégies ou de fonds particuliers s'avère *délicate* car la persistance des performances pour les gérants enregistrant de très bons résultats ne paraît pas évidente. Une diversification des stratégies et des gérants ainsi que des analyses quantitatives et qualitatives détaillées doivent permettre d'éviter les mauvaises surprises. ■

Bibliographie

- V. Agarwal et N. Naik, On taking the alternative route : the risks, rewards and performance persistence of hedge funds, *The Journal of Alternative Investments*, printemps 2000, 6-23.
- W. De Bondt et R. Thaler, Does the stock market overreact ?, *Journal of Finance*, juillet 1985.
- A. Ineichen, In search of alpha, *Global Equity Research UBS Warburg*, octobre 2000.
- B. Liang, Hedge fund performance : 1990-1999, *Financial Analysts Journal*, janvier-février 2001, 11-18.
- B. Malkiel, A random walk down Wall Street, *W.W Norton*, 1999.
- Morgan Stanley Quantitative Strategies, Why hedge funds make sense, novembre 2000.