

# Multi-gestion : des alternatives multiples

**La multi-gestion** trouve de nombreuses applications en gestion alternative. Elle nécessite cependant de disposer d'une recherche de premier plan. Loin d'un simple melting pot d'Opcvm, elle correspond à un véritable travail d'ingénierie financière.



CHRISTIAN BARTHOLIN  
Conseiller du Président  
HDF Finance

**P**LUS ENCORE QUE DANS LE MONDE de la gestion classique, la multi-gestion (sous la forme de fonds multi-gérants) joue un rôle majeur dans le secteur de la gestion alternative. Elle y trouve en effet des applications plus utiles et variées qu'en matière de gestion directionnelle classique.

Dans ce dernier domaine, la multi-gestion vise essentiellement à apporter une simple diversification des risques, en termes de sélection de valeurs. En gestion alternative, la multi-gestion va bien au-delà.

## LA DIVERSITÉ DE LA GESTION ALTERNATIVE

Une précision s'impose avant d'aller plus loin : gestion alternative ne signifie pas nécessairement *hedge funds* spéculatifs. Selon les stratégies alternatives pratiquées, certains fonds ont des caractéristiques spéculatives, alors que d'autres stratégies recherchent avant tout une réduction du risque de marché, une décorrélation par rapport aux indices et une plus grande régularité des rendements.

Par ailleurs, il n'existe pas «une» gestion alternative, mais le terme englobe une grande variété de stratégies ou méthodologies, aux caractéristiques très diverses : *long/short equity*, *global macro*, arbitrages sur différentes classes d'actifs, différentes formes de *trading*, etc. C'est de cette variété de méthodologies que dérive la valeur ajoutée de la

multi-gestion en gestion alternative. En effet, il existe des fonds mono-stratégie/multi-gérants mais aussi des fonds multi-stratégies/multi-gérants. En d'autres termes, la multi-gestion alternative recouvre tout un spectre de fonds alternatifs. Dans tous les cas de figure, ces fonds doivent s'analyser non pas simplement en termes de rendement, mais en termes de couple rendement/risque. La dimension risque peut s'appréhender à son tour de différentes manières : volatilité, perte mensuelle/trimestrielle/annuelle maximum, ratio Sharpe, etc. Ces couples rendement/risque peuvent être finement calibrés grâce à la constitution de portefeuilles de stratégies ou de gérants décorrélés qu'il est possible de réaliser.

## LA CONDITION DU SUCCÈS EN MULTI-GESTION ALTERNATIVE : LA RECHERCHE

En raison du caractère technique des stratégies de gestion alternative, les trois conditions clefs de la réussite en multi-gestion alternative sont la recherche, la recherche et la recherche. Celle-ci ne doit pas se limiter à une recherche sur les gérants mais doit concerner en premier lieu le contexte macro-économique, puis les méthodologies de gestion.

Depuis sa création en 1986, HDF Finance, en ce qui la concerne, s'est développée principalement sur la base d'une telle recherche, prioritaire par rapport à toute démarche commerciale. Elle applique un processus de recherche permanente, à quatre niveaux complémentaires.

L'analyse macro-économique en est le premier niveau et le plus traditionnel. Les perspectives macro-économiques par zones géographiques sont importantes à analyser de manière à apprécier le comportement probable des diverses classes d'actifs auxquelles s'ap-

pliquent les différentes méthodologies alternatives.

L'évaluation des méthodologies de gestion alternative est la seconde étape : il est essentiel de comprendre chaque stratégie de gestion en tant que telle et pour chaque fonds alternatif, celle qu'il pratique pour pouvoir évaluer sa performance en rendement et en risque. Seule une telle analyse permet, entre autre, de se protéger contre le risque de style *drift*, c'est-à-dire un risque de modification de la stratégie annoncée, qu'il convient de surveiller en raison des conséquences qu'elle peut avoir sur le rendement et le profil de risque encouru.

#### SÉLECTION DES GÉRANTS : PERFORMANCES PASSÉES ET CRITÈRES QUALITATIFS

Au sein d'une méthodologie définie, la sélection des gérants est l'étape suivante. Elle doit s'effectuer d'abord sur la base des critères quantitatifs classiques : performances, aspects risques, etc. Mais ces seules données chiffrées sont insuffisantes pour jauger un gérant de gestion alternative. Il est primordial que ce due diligence process prenne en compte également de nombreux facteurs qualitatifs qui sont aussi, voire plus importants que l'analyse des performances passées (*encadré 1*). Ils illustrent le besoin d'une connaissance approfondie et personnelle des gérants sans laquelle un investissement direct en gestion alternative est problématique. Les facteurs qualitatifs ne peuvent s'apprécier qu'au travers de contacts directs et réguliers avec les gérants eux-mêmes.

Une présence reconnue et crédible dans le monde des gérants en gestion

### 1. La sélection des gérants : paramètres qualitatifs

- L'expertise du gérant dans la stratégie pratiquée.
- Les références du gérant dans ses activités actuelles et antérieures, en termes d'intégrité et de comportement dans des périodes de crise. Ces périodes difficiles sont des révélateurs puissants de la faculté de réaction et d'adaptation d'un gérant.
- Le degré auquel son patrimoine personnel est investi dans le fonds qu'il gère.
- Sa méthode de rémunération.
- La solidité de son infrastructure de fonctionnement : collaborateur, dépositaire, conservateur, valorisateur, courtier, commissaire aux comptes, sponsor, prêteur, etc.
- Les contrôles en place (liquidité, effet de levier, risque de change, utilisation de dérivés, etc.).
- La qualité du reporting.
- La taille du fonds par rapport à son marché et sa capacité à absorber de nouveaux actifs.
- Les flux d'investissements et de désinvestissements dans la stratégie pratiquée.
- Etc.

alternative est une autre condition de réussite : seul un réseau étendu et ancien de contacts permet de capter ou de croiser des informations importantes sur les gérants eux-mêmes, le comportement des stratégies, les flux d'investissements, etc.

#### L'OPTIMISATION DES PORTEFEUILLES DE STRATÉGIES ET DE FONDS SOUS-JACENTS

Le quatrième volet d'une recherche solide en multi-gestion alternative concerne l'optimisation des portefeuilles de fonds sous-jacents. Afin de préserver le couple rendement/risque

Les résultats de différentes stratégies au 1<sup>er</sup> semestre 2001\*

Année 2001 (au 30 juin)	Performance	Volatilité annualisée
Convertible arbitrage (\$)*	+ 8,58 %	2,89 %
Equity market neutral (\$)*	+ 2,79 %	4,21 %
Fixed income arbitrage (\$)*	+ 2,34 %	3,94 %
Long/short equity (\$)*	+ 0,86 %	7,27 %
Dow Jones Industrials (\$)	- 1,99 %	16,72 %
Nasdaq (\$)	- 12,55 %	46,52 %
MSCI Europe (euro)	- 9,28 %	15,67 %
CAC 40 (euro)	- 10,63 %	20,29 %

Source : Hedge Fund Research Performance Indices (HFRI).

# LA GESTION ALTERNATIVE

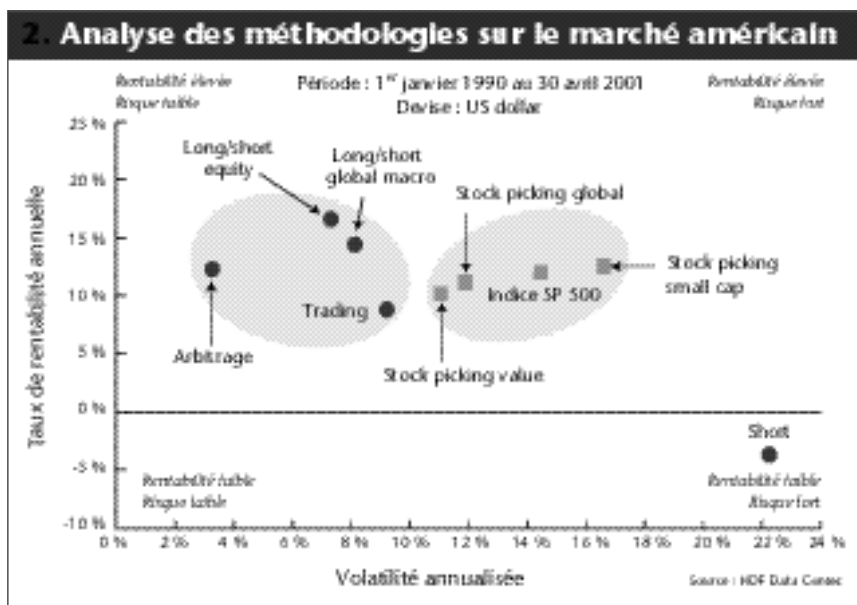
recherché, il importe d'analyser régulièrement les corrélations ou décorrélation existant d'une part, entre les stratégies et d'autre part, entre les fonds composant un fonds multi-gérants en gestion alternative.

Une attention particulière doit être portée aux cycles de performance des stratégies alternatives : elles peuvent, pour beaucoup d'entre elles, connaître des périodes de développement mais

## LES APPORTS DE LA MULTI-GESTION ALTERNATIVE

La gestion alternative, en particulier abordée par le biais de fonds multi-gérants, permet de répondre à plusieurs besoins essentiels de tout gestionnaire de portefeuilles d'actifs :

- le besoin de diversifier les portefeuilles au niveau des modes de gestion, afin de réduire l'exposition au marché inhérente à la gestion directionnelle classique et contrecarrer, par exemple, le caractère parfois volatile et imprévisible de la gestion indicielle ou «benchmarkée» ;
- le besoin de mieux contrôler et de réduire le niveau de risque ; ceci est rendu possible par des stratégies qui privilégient la recherche d'une faible volatilité, de pertes mensuelle ou trimestrielles limitées, etc. Le graphique 2 montre bien que les principales familles de gestion alternative fournissent sur longue période des rentabilités égales ou supérieures à la gestion classique à des niveaux de risque très inférieurs ;
- le besoin d'optimiser la composition de portefeuilles gérés en termes de couples rendement/risque et non pas seulement de performance brute.



aussi de déclin (par exemple la stratégie global macro) ou des phases de contraction plus ou moins temporaires. Ainsi, les stratégies *merger arbitrage* et *convertible arbitrage* sont largement tributaires, respectivement, du volume d'opérations d'OPA et du flux de nouvelles émissions d'obligations convertibles. Les capacités d'investissement de certaines stratégies sont parfois limitées et susceptibles de voir leur base d'actifs varier dans le temps. Pour les fonds multi-gérants/multi-stratégies, la gestion du mix des stratégies sous-jacentes est donc cruciale pour le maintien du profil de risque du fonds.

Il est clair qu'au-delà de la recherche en tant que telle, un processus de suivi rigoureux des investissements est aussi indispensable pour suivre en permanence le comportement de ces stratégies et celui des gérants qui les pratiquent.

## PRUDENCE DANS L'UTILISATION DE CES TECHNIQUES

Face à ces avantages indéniables, il convient néanmoins de faire preuve aujourd'hui d'une grande prudence dans l'utilisation de ces techniques. En effet, la gestion alternative fait l'objet, au niveau européen, d'un engouement important qui tourne presque à l'effet de mode, en particulier dans les grandes structures de gestion. Or, les «modes» en matière financière sont notoirement porteuses de problèmes. Cet intérêt soudain peut se révéler excessif et risqué s'il intervient avec une compréhension déficiente des stratégies et un recours à des gérants insuffisamment expérimentés. Il est important de ne pas confondre un réel travail d'ingénierie financière avec un simple *melting pot* d'Opcvm à des fins essentiellement marketing. ■

# Glossaire

Définition de la gestion alternative proposée par le groupe de travail de l'AFG-ASFFI (Association française de la gestion financière).

La gestion alternative regroupe un ensemble de stratégies d'investissement qui se caractérisent par la recherche d'un gain financier non limitée à un simple pari sur la hausse d'un instrument d'actif ou de dette, mais élargies à l'intervention, par l'intermédiaire de techniques ou d'instruments spécifiques, à un spectre de variables beaucoup plus large, prenant en compte des composantes de valorisation aussi diverses que volatilité, tendance baissière, qualité du crédit, probabilité de réalisation d'un événement, liquidité, temps...

## Objectifs

La gestion alternative vise à obtenir une performance absolue – par opposition à la performance relative à un indice de marché ou à un indice composite – offrant un ratio de rendement/volatilité (ratio de Sharpe) supérieur à celui des actifs traditionnels actions, obligations et monétaires, et significativement décorrélée des indices de marché classiques.

## Principales stratégies mises en œuvre

### 1 - STRATÉGIES BIDIRECTIONNELLES

Elles sont fondées sur l'anticipation des directions prises par les différents marchés mondiaux (actions, obligations, devises, matières premières et leurs dérivés). Elles utilisent des approches discrétionnaires ou modélisées.

- **Stratégies macros/opportunistes** («*global macro*»). Les gestionnaires constituent des positions acheteuses et vendeuses, positions reflétant leurs anticipations sur les directions des différents marchés mondiaux. Ces anticipations sont le fruit de leurs analyses sur les grandes tendances et événements économiques.
- **Stratégies de tendances** («*trend following*» ou «*trend trading*»). Ces gestionnaires cherchent à capter les tendances haussières ou baissières des marchés, le plus souvent au travers d'analyses systématiques des historiques de prix et des mouvements de marchés. Ils traitent principalement les marchés à terme et les marchés d'options sur de nombreux sous-jacents (instruments de taux, matières premières et denrées, devises, actions).
- **Stratégies Court Terme** («*short term trading*»). Présents sur des marchés diversifiés et

liquides, les gestionnaires ont simultanément un grand nombre de positions acheteuses et vendeuses dont la rotation est très rapide. La détention d'une position peut être de l'ordre de la minute. Leur approche est le plus souvent systématique.

### 2 - STRATÉGIES D'ARBITRAGE OU VALEUR RELATIVE

Elles prennent en compte les écarts (et leur évolution) entre les différents éléments permettant de valoriser certains actifs.

- **Arbitrage de convertibles** («*convertible arbitrage*»). Cette stratégie consiste typiquement à acheter l'obligation convertible d'une société tout en vendant parallèlement à découvert l'action de cette même société. Ce type de positions est initié de façon à générer des profits sur le titre convertible (taux d'intérêt et option d'achat sur l'action) et de la position vendeuse sur l'action. Cette stratégie permet d'exploiter la volatilité (convertibles européennes et américaines) et, dans certains cas, le crédit (convertibles américaines principalement).

- **Arbitrage sur fusions-acquisitions** («*merger arbitrage*» ou «*risk arbitrage*»). Lorsqu'une OPA ou OPE est annoncée, une possibilité d'arbitrage se dégage, qui résulte de l'écart («*spread*») entre le prix annoncé par l'acquéreur et le prix auquel la société cible traite sur les marchés. Cet écart valorise la probabilité d'échec de l'opération annoncée (refus final de l'actionnariat, lois anti-trust, etc.), telle qu'appréciée par le marché. Les transactions peuvent prendre des formes diverses, les plus connues étant les transactions payables en cash («*cash tender offers*») et les transactions payables en actions («*stock for stock transaction*»). La finalisation de l'opération engendre la convergence des cours et génère donc les profits attendus.

- **Situations spéciales** («*event driven*»). Les gestionnaires cherchent des opportunités au travers des écarts de valorisation résultant d'événements survenant dans la vie d'une entreprise : filialisation, vente de l'entreprise par compartiments, fusions.

- **Taux d'intérêt** («*fixed income arbitrage*»). L'arbitrage de taux d'intérêt cherche à tirer profit des mouvements et des déformations de la courbe des taux, du jour le jour au trente ans. Cette approche ne se concentre généralement pas sur la composante crédit et utilise donc principalement comme véhicules les titres d'Etat, les *futures* sur instruments financiers et les swaps de taux d'intérêt.

- **Créances hypothécaires** («*MBS arbitrage*»). Cette stratégie tire profit de l'écart existant entre le niveau de taux prévalant sur des actifs hypothécaires américains (blocs titrisés de créances, souvent garantis par des agences fédérales) et le niveau des swaps de taux. Cette stratégie constitue une des méthodes les plus typiques d'extraction de valeur au travers du crédit.

- **Statistique sur actions** («*equity statistical arbitrage*»). C'est une approche largement systématisée utilisant principalement des modèles de type «retour à la moyenne». Les gestionnaires mettent à profit des écarts statistiquement injustifiés. La volatilité du marché offre un terrain particulièrement favorable à cette approche.

### 3 - STRATÉGIES DE SÉLECTION DE TITRES

(«*long/short equity*») La stratégie de sélection de titres associe des positions acheteuses et des positions vendeuses pour tirer profit de la sous ou sur-évaluation de certaines valeurs spécifiques (actions, principalement). Certains gestionnaires sont spécialisés selon des critères géographiques (Asie, Europe, Etats-Unis), d'autres selon des critères sectoriels (technologie, santé, etc.). Certains gestionnaires ont une exposition structurellement positive au marché (biais long), d'autres, à l'inverse ont une exposition structurellement négative (biais vendeur), d'autres encore s'attachent à avoir une exposition neutre («*market neutral*»).

### 4 - STRATÉGIES SPÉCIALISÉES SUR LE CRÉDIT

(«*specialist credit*») En règle générale, les gestionnaires font un pari directionnel sur la capacité estimée d'une société à faire face à ses obligations financières, du fait de résultats opérationnels durablement ou brutalement insuffisants, d'une dette trop élevée ou d'un passif substantiel. Les opportunités résultent de l'appréciation différenciée de cette capacité de retournement – à l'issue d'un processus soit judiciaire soit amiable de restructuration de ses engagements – par les différents acteurs d'un marché étroit, du fait de leurs capacités d'analyse variables. Les investissements potentiels vont des obligations à haut rendement aux titres dits «*distressed*» (pré ou post faillite éventuelle). Les gestionnaires peuvent éventuellement couvrir le risque de crédit global estimé, soit par des ventes d'obligations à haut rendement, soit par l'utilisation de dérivés de crédit.