

GESTION ALTERNATIVE HEDGE FUNDS : LA REVANCHE DU BÊTA



Jean-Charles
Bertrand

Directeur exécutif
Responsable de la
gestion obligations
et de la gestion
absolute return

Si les *hedge funds* présentent, conformément à la théorie, des expositions faibles aux facteurs directionnels actions et obligations, ils sont soumis à d'autres facteurs de risque (crédit, liquidité, volatilité, stratégies optionnelles), d'où la définition de bêtas alternatifs.



Luc Dumontier

Responsable
de la gestion
absolute return

Hedge funds : l'éclatement de la bulle?", "Un printemps difficile pour les gestions alternatives", "Vagues de rachats massifs chez certains *hedge funds*"... tels sont les titres qui ont fait la une de l'actualité financière des dernières semaines, suite aux performances décevantes des *hedge funds*, amplifiées par les pertes retentissantes de quelques gérants historiques.

Il nous paraît important tout d'abord de relativiser les difficultés rencontrées par ces fonds : seul le mois d'avril a été marqué par un recul de -1 % (indice CSFB/Tremont) alors que les mois suivants ont connu des performances positives. L'ampleur des difficultés actuelles des stratégies alternatives paraît donc modeste, non seulement eu égard à leur historique (-1,3 % en juillet 2002, -4,6 % en juillet 2000), mais surtout par rapport aux actifs traditionnels : recul

de -1,4 % pour le marché obligataire américain en juillet, par exemple. Les investisseurs ne s'y sont pas trompés et ont continué à accroître leurs allocations alternatives : +10 milliards de flux nets au 2^e trimestre 2005 (CSFB Tremont). Ce qui nécessite réflexion n'est donc pas le niveau des pertes enregistrées, qui n'est pas de nature à remettre en cause le développement de la gestion alternative, mais le paradoxe suivant : la quasi-totalité des gérants alternatifs ont enregistré des performances récentes décevantes (encadré 1) alors que le principe même de cette gestion est de reposer sur la capacité spécifique du gérant à délivrer de l'alpha pur (glossaire), soit en théorie des performances décorréliées des marchés mais aussi les unes des autres.

LA RÉDUCTION RÉCENTE ET GÉNÉRALISÉE DE L'ALPHA : RAISONS CONJONCTURELLES ?

Deux explications conjoncturelles sont couramment proposées : contraintes de capacité, arrivée massive de nouveaux gérants de *hedge funds* et donc "dilution" des performances. Le premier argument traduit le fait que la gestion alternative serait victime de son propre succès ! L'augmentation significative des encours réduirait mécaniquement les gains, les opportunités d'investissement n'étant pas extensibles (Risk, 2004). Selon le second argument,

les nouveaux gérants attirés par les niveaux élevés de rémunération de la gestion alternative seraient moins talentueux, ce qui tirerait à la baisse les rentabilités moyennes des *hedge funds*.

Ces deux arguments nous paraissent peu convaincants. L'argument de contraintes de capacité n'est pas retenu par les gérants de *hedge funds* eux-mêmes : seulement 15 % d'entre eux pensent avoir atteint leur maximum de capacité (KPMG, 2005). De même, Watson Wyatt (2005) ne retient pas cet argument à l'exception de certaines stratégies de relative value (encadré 2) comme l'arbitrage de convertibles. Par ailleurs, les encours totaux investis en gestion alternative de l'ordre de 1 000 milliards de dollars sont comparables à la taille du marché obligataire gouvernemental allemand et restent donc modestes à l'échelle des marchés financiers mondiaux. S'il est vrai que les *hedge funds* peuvent peser de manière très importante sur des actifs de niche, l'argument ne peut expliquer les performances relativement faibles des stratégies *global macro* investies sur des actifs très liquides.

Quant au second argument, relatif à l'arrivée de nouveaux gérants, il n'est pas non plus validé par les études quantitatives qui ne trouvent pas de relation véritablement significative entre les performances et l'âge des fonds. De plus, certaines sociétés de gestion historiques (GLG, Vega,

Indices CSFB/Tremont

	Avril 2005 (%)	Décembre 2004-Juin 2005
Convertible arbitrage	-3,13	-6,34 %
Equity market neutral	-0,22	1,45 %
Event driven	-0,64	3,60 %
Fixed Income arbitrage	-0,63	-1,12 %
Global macro	-0,25	2,97 %
Long/Short equity	-1,55	0,86 %
Managed futures	-3,45	-0,91 %
Multi strategy	-1,1	-0,27 %

voire Caxton et Tudor) ont affiché des performances récentes en retrait. En définitive, il faut chercher d'autres raisons que les éléments conjoncturels mentionnés ci-dessus pour expliquer la réduction récente et généralisée de l'alpha.

LES BÊTAS ALTERNATIFS

Dans le cas de la gestion *long-only*, la relative homogénéité des performances tient au fait que les différents fonds partagent des expositions importantes aux marchés actions et obligations et délivrent donc du "bêta". A priori, cette analyse ne s'applique pas aux *hedge funds* qui sont en général peu ou pas exposés à la tendance directionnelle des marchés actions ou obligations. N'existe-t-il pas néanmoins d'autres facteurs de risques auxquels les *hedge funds* seraient exposés en commun ?

À titre d'exemple, de nombreux fonds de *fixed-income* arbitrage achètent des actifs risqués et peu liquides et couvrent le risque de taux d'intérêt en vendant à découvert des obligations gouvernementales. Ils sont donc exposés de manière systématique au risque de crédit. Un deuxième exemple consiste à examiner les fonds de *risk arbitrage* qui suivent souvent des stratégies relativement systématiques : achat de la valeur cible et vente à découvert de l'acheteur, le pari reposant sur la réalisation ou non de l'opération. Le profit est limité à l'écart de prix par rapport à la valeur de l'offre, alors que des pertes ont des probabilités importantes d'occurrence en cas de baisse significative des marchés actions qui entraînent souvent des annulations d'opérations. La stratégie décrite présente donc des similarités avec des ventes systématiques d'options en dehors de la

monnaie. Il est possible d'étendre cette analyse à l'ensemble des stratégies alternatives (Fung et Hsieh, 2004). Les facteurs communs aux rentabilités des *hedge funds* sont de quatre types principaux : facteurs liés au risque de crédit (variation de *spread*), à la volatilité (volatilité implicite), à la liquidité (volumes traités, écarts de prix entre les obligations *on the run* et *off the run*), stratégies dynamiques (ventes d'options). L'encadré 3 présente ainsi les sensibilités des différentes stratégies à un certain nombre de facteurs de risque communs. Ces facteurs expliquent une part très significative de la variabilité des rentabilités des *hedge funds* aussi bien au niveau individuel qu'au niveau des indices. Les facteurs de risque qu'Agarwal et Naik (2001) retiennent ont un pouvoir explicatif compris entre 70 % et 80 %. L'étude de l'Edhec (2005) s'appuie sur les facteurs de l'encadré 3 et donne des résultats inférieurs, mais toujours significatifs allant de 27 % pour les CTAs à 83 % pour les stratégies de *long short equity*.

Il est donc désormais possible de présenter la rentabilité des *hedge funds* comme la somme d'une partie spécifique correspondant à l'alpha du gérant et d'une partie systématique correspondant aux expositions à des facteurs de risque propres aux stratégies alternatives. On peut alors définir le concept de bêta alternatif comme la sensibilité à un facteur de risque alternatif et présenter la rentabilité d'un *hedge fund* de la manière suivante :

$$R = \alpha + \sum \text{bêtas}_i * \text{facteurs alternatifs}_i \quad [1]$$

« Il est désormais possible de présenter la rentabilité des *hedge funds* comme la somme d'une partie spécifique correspondant à l'alpha du gérant et d'une partie systématique correspondant aux expositions à des facteurs de risque propres aux stratégies alternatives. »

Le concept de bêta, qui avait été confiné à la gestion *long-only*, tient donc là sa revanche ! Il faut noter que les facteurs de risque alternatifs peuvent offrir des primes de risque structurelles rémunérant par exemple les risques de crédit et de liquidité. On voit alors que la définition classique de l'alpha, comme l'excès de performance par rapport au monétaire, n'est plus valable. L'équation (1) montre bien que l'alpha des fonds alternatifs correspond désormais à l'excès de performance par rapport à une prime structurelle dépendant des expositions aux facteurs de risque et du niveau des primes de chaque facteur. À titre d'exemple, cette prime structurelle serait proche de 1,5 % pour l'indice CSFB/Tremont en se basant sur les résultats de Fung et Hsieh (2004). Par ailleurs, il faut noter que certaines stratégies alternatives présentant des biais directionnels comme le *long short equity* vont présenter des expositions à des facteurs de risque actions et obligations et vont donc afficher à la fois des bêtas alternatifs et des bêtas traditionnels.

Dans ce cadre d'analyse, il est alors possible d'expliquer les difficultés simultanées rencontrées par les gérants alternatifs. Ces difficultés s'expliquent simplement par des expositions communes à des réalisations défavorables des facteurs de risque. L'ensemble des stratégies alternatives, à l'exception des CTAs, présente une sensibilité négative importante au facteur risque de crédit. Si l'on examine le mois d'avril 2005, le facteur risque de crédit représenté par les variations de *spread* a été défavorable : hausses

2. REPERES

LES PRINCIPALES STRATÉGIES ALTERNATIVES

- **Relative value**: positions d'arbitrage sous forme de positions longues et courtes sur des actifs relativement similaires. Peu ou pas de risque de marché.
- **CTA (commodity trading advisors)**: gestionnaires utilisant l'analyse technique des tendances de marché et prises de position sur les marchés futures.
- **Managed futures**: stratégie fondée sur les futures (marchés à terme).
- **Event driven**: recherche d'opportunités sur des écarts de valorisation résultant d'événements dans la vie d'une entreprise (fusion, faillite).
- **Distressed securities**: arbitrage de sociétés en difficulté. Un exemple de stratégies *event driven*.
- **Global macro**: anticiper les directions des différents marchés mondiaux (actions, obligations, devises, matières premières et leurs dérivés).
- **Convertible arbitrage**: acheter l'obligation convertible d'une société en vendant à découvert l'action de la même société.
- **Risk ou merger arbitrage**: en cas d'OPA ou OPE, arbitrer entre le prix annoncé par l'acquéreur et le prix du marché.
- **fixed-income arbitrage**: arbitrer les marchés obligataires en tirant profit des mouvements et déformations de la courbe de taux ainsi que des mouvements relatifs des actifs obligataires (obligations gouvernementales, corporate).
- **Long/short equity**: associer des positions acheteuses et vendeuses pour tirer profit de la sous- ou sur-évaluation de certaines valeurs spécifiques (critère géographique, sectoriel...). Certains gestionnaires ont une exposition structurellement positive au marché (*long only*), négative (*short only*), ou neutre (*market neutral*).
- **Multi strategy**: méthodologies combinées.

respectives de 18 pb (points de base) et de 67 pb pour le BBB et le high yield US. Ainsi, le recul des *hedge funds* en avril ne s'expliquerait pas nécessairement par une réduction généralisée de la capacité des gérants à dégager de l'alpha, mais plutôt par une contribution fortement négative du facteur risque de crédit. Par ailleurs, le maintien de la volatilité à des niveaux bas et le recul des marchés actions en avril sont aussi des éléments qui ont pesé défavorablement sur un certain nombre de stratégies.

LE RETOUR DE L'ALPHA

Nous avons vu que l'alpha dégagé par les *hedge funds* correspond à la partie de la performance non expli-

quée par l'exposition aux facteurs alternatifs. Une précision s'impose: cette exposition mesurée par les coefficients $\beta_{i,t}$ (équation 1) correspond à une allocation statique. En réalité, le caractère dynamique des stratégies alternatives fait que les gérants ajustent très régulièrement leurs expositions aux facteurs de risque qui peuvent s'écarter de la valeur moyenne $\beta_{i,t}$. Ce point est souligné par Fung et Hsieh (2002) et développé dans l'étude de l'Edhec [2005]. L'alpha de la relation (1) va donc se décomposer en deux parties: une partie correspondant à la capacité du gérant à gérer dynamiquement ses expositions aux facteurs par rapport à une exposition moyenne et un alpha pur indépen-

dant de toute exposition à des facteurs de risque. À titre d'illustration, nous pouvons reprendre l'exemple des stratégies de *fixed-income arbitrage*. Nous avons vu que ces stratégies présentent de manière structurale une sensibilité négative importante aux variations de *spread*. Chaque gérant va néanmoins ajuster son exposition en fonction de ses anticipations. Ainsi, en cas d'anticipations favorables sur le marché du crédit, il va choisir un coefficient $\beta_{i,t}$ dynamique supérieur à la valeur moyenne en augmentant son effet de levier ou en favorisant les titres *high yield* par rapport aux titres *investment-grade*. Pour une exposition $\beta_{i,t}$ dynamique fixée, le gérant construit ensuite son portefeuille en sélectionnant soigneusement des titres, ce qui devrait lui permettre de délivrer un alpha pur. Nous voyons que l'équation (1) peut s'écrire alors de la manière suivante:

$$R = \text{alpha pur} + \sum (\beta_{i,t} \text{ dynamiques} - \beta_{i,t})$$

$$* \text{facteurs alternatifs}_1 + \sum \beta_{i,t}$$

$$* \text{facteurs alternatifs}_2 \quad \text{Alpha}$$

L'étude de l'Edhec (2005) déjà mentionnée s'attache à appliquer cette analyse de manière quantitative aux performances des stratégies alternatives depuis 1997 et à répondre à deux interrogations: est-il vrai que l'on constate au cours du temps une diminution de l'alpha? Quelle proportion de l'alpha représente l'alpha pur?

Les résultats sont relativement rassurants pour les gérants de *hedge funds*: ils semblent bien délivrer en moyenne de l'alpha! Cet alpha fluctue à travers des phases de hausse et de baisse et peut même

GLOSSAIRE

■ Alpha: performance pure du gérant débarrassée de la performance intrinsèque des marchés

■ Bêta: indicateur de risque (sensibilité du portefeuille par rapport à son marché)

■ Options hors la monnaie: son prix d'exercice est inférieur (put) ou supérieur (call) au cours de l'action

■ Obligations on the run: obligations gouvernementales les plus liquides ayant un statut de référence

■ Obligations off the run: obligations gouvernementales moins liquides et offrant une rémunération supplémentaire

■ Titres *high yield*: haut rendement mais risque de défaut élevé. Notation inférieure à Baa3/BBB-

■ Titres *investment grade*: risque de défaut à court terme minime. Notation supérieure ou égale à Baa3/BBB-

3. EXPOSITION À DES FACTEURS DE RISQUE PAR TYPE DE STRATÉGIES

De janvier 1997 à décembre 2004

«L'augmentation significative des encours réduirait mécaniquement les gains, les opportunités d'investissement n'étant pas extensibles.»

	Equity factors							Bond factors					Other			
	Implied volatility	Change in implied volatility	Value versus growth	Change in value versus growth	Small cap versus large cap	Change in small cap versus large cap	S&P 500	Term spread	Change in term spread	Credit spread	Change in credit spread	Lehman global bond index	Historical volatility in bond return	T-Bill 3 month	US Dollar	Commodity index
Equity market neutral		+			+	+	+	+		-	-	+		+		
Fixed income arbitrage	+								+		-				-	
Convertible arbitrage		+								+	-	+		+		
Merger arbitrage	+	+			+		+	-		-	-			+		
Distressed securities	+	-			+		+			-						
Long/Short equity	+	+	-		+		+			-	-				-	+
Global/macro	+	+			+	-	+			-	-	+	-			
CTA Global	+	-					-			+	+	-				+
Emerging markets	+	+			+		+			-						

Source: Edhec risk an asset management research centre.

BIBLIOGRAPHIE

- Agarwal, V. et Naik, N. R., 2001, Characterizing systematic risk of hedge funds with buy-and-hold and option-based strategies, Working paper.
- Edhec Risk and Asset Management Research Centre, 2005, The right place for alternative betas in hedge fund performance: an answer to the capacity effect fantasy, Working paper.
- Fung, W. et Hsieh, D., 2004, Hedge fund benchmarks: a risk based approach, *Financial Analysts Journal*, 60, 65-80.
- Fung, W. et Hsieh, D., 2003, The risk in hedge fund strategies: alternative alphas and alternative betas, extrait de *Managing the risks of alternative investment strategies*, Euromoney.
- KPMG, 2005, Hedge funds: a catalyst reshaping global investment.
- Risk magazine, décembre 2004, Will weight of money push down alpha returns?, 77-79.
- Watson Wyatt, mars 2005, Capacity in the hedge fund industry.

contribuer négativement à la performance sur certaines périodes. Il est important de noter qu'à l'exception des stratégies *equity market neutral*, il n'y a pas de tendance marquée de réduction de l'alpha sur les dernières années. Cela semble donc bien confirmer que les difficultés récentes et plus généralement les performances en retrait depuis quelque temps des *hedge funds* ne sont pas dues à une soudaine incapacité des gérants à dégager de la valeur ajoutée, mais plus sûrement à des réalisations défavorables des facteurs de risque auxquels ils sont soumis en moyenne.

Par ailleurs, la part de l'alpha due à l'exposition dynamique aux facteurs de risque est majoritaire pour la plupart des stratégies. Cela montre qu'une part significative de la valeur ajoutée dégagée par les gérants alternatifs est liée à leur capacité à "timer" l'évolution des fac-

teurs de risque alternatifs. Derrière l'alpha, il se cache donc en partie du bêta même s'il est dynamique...

L'EXIGENCE DE TRANSPARENCE

En définitive, les performances récentes décevantes des *hedge funds* ne traduisent pas une incapacité des gérants à dégager de l'alpha, mais plus sûrement des conditions de marché défavorables pour les facteurs de risque auxquels sont soumis les fonds alternatifs. Nous avons vu en effet que si les *hedge funds* présentent conformément à la théorie des expositions et donc des bêtas faibles aux facteurs directionnels actions et obligations, ils sont soumis à d'autres facteurs de risque (crédit, liquidité, volatilité, stratégies optionnelles) d'où la définition de bêtas alternatifs. Cette approche est couramment utilisée et validée par l'analyse académique, mais peu par les praticiens de la gestion alternative. Une

raison pourrait être la crainte des gérants de se voir reprocher de "vendre du bêta aux prix de l'alpha". Cette crainte nous paraît excessive: l'existence de bêtas alternatifs ne nie absolument pas l'existence d'un alpha, mais permet de mieux expliquer les performances des *hedge funds*.

Par ailleurs, la délivrance d'une performance liée en partie aux bêtas alternatifs justifie des frais plus élevés que la gestion traditionnelle *long-only*, les primes de risque liées aux facteurs alternatifs étant plus difficiles à capter que celles des facteurs directionnels actions et obligations. L'approche présentée dans cet article devrait être bénéfique aux gérants alternatifs, de plus en plus confrontés à l'exigence de transparence des investisseurs institutionnels aussi bien dans l'analyse des risques que dans l'attribution de performance. ■