

Christophe Chouard

Directeur général de HDF Finance

“ La majorité des hedge funds ont pour mandat de protéger le capital ”

Publié le 08 Décembre 2008

Selon nombre d'analystes, près de 20% des hedge funds devraient fermer prochainement, soit 2000 sur un peu plus de 8 000. Certains évoquent même une possible bulle des hedge funds...

Je ne crois pas qu'il y ait de bulle particulière. Qu'un certain nombre d'acteurs qui ont pris trop de risques disparaissent, cela me paraît à la fois possible et même normal. Mais il n'y a là rien de spécifique aux hedge funds.

Cela a commencé à l'été 2007 par un certain nombre de gérants monétaires dynamiques qui ont pris trop de risques et ont finalement eu des problèmes, voire, ont été obligés de fermer des fonds. Ensuite, vous avez des SICAV actions conventionnels où il y a également eu prise de trop de risques parce qu'elles étaient mal adossées en liquidité, elles étaient investies sur des titres illiquides, alors qu'elles offraient une liquidité quotidienne et elles n'ont pas pu faire face à des actes de rachats, elles ont donc été obligées de fermer ou de s'adosser à des grands groupes.

Pour revenir sur les monétaires dynamiques, le problème c'est qu'elles ont là aussi eu un mauvais adossement en liquidité, elles étaient le plus souvent adossées sur des titres long terme, et offraient à leurs agisseurs une liquidité au quotidien.

Et puis il y a eu les banques qui ont, elles aussi, pris structurellement trop de risques parce que leur réglementation (Bâle I, Bâle II, la réglementation des capitaux réglementaires) les oblige à détenir un montant minimum de fonds propres. Or cette réglementation a pour conséquence d'accentuer les cycles, autrement dit, d'être procyclique.

Outre ce sujet des normes comptables, s'ajoute également celui des ratios prudentiels. Ces derniers encouragent en effet les banques à prendre plus de risques quand les marchés montent, et à en prendre moins quand les marchés baissent. Dans le détail néanmoins, la question essentielle soulevée par les normes comptables reste de savoir comment gérer les actifs...

Selon les députés de la commission des Finances de l'Assemblée Nationale, c'est la conjonction des normes comptables et des normes prudentielles qui aurait eu cet effet procyclique sur la crise...

Nous sommes tout à fait d'accord avec cette analyse. Au total, les banques qui ont pris trop de risques seront donc amenées à disparaître. Certaines ont d'ailleurs déjà disparu ou ont été rachetées, tandis que celles qui ont été les plus prudentes, vont désormais pouvoir se renforcer voire même acquérir celles qui ont mal géré leurs risques.

Or ceci est vrai pour les banques, mais s'avère également juste pour les SICAV monétaires dynamiques, etc. et, bien entendu, pour les hedge funds.

Les difficultés des banques ne vont-elles pas impacter l'activité des hedge funds qui s'appuie principalement sur la vente à découvert ?

A l'origine, «to hedge» signifie «se protéger, se couvrir», si bien que pour la plupart des hedge funds, leur mandat consiste à donner du rendement absolu et protéger le capital.

Dans cette population de hedge funds, il y en existe un certain nombre qui prennent trop de risques, en voulant notamment prendre des leviers trop importants, mais ce n'est pas le cas de la majorité. Au contraire, la majorité des hedge funds ont pour mandat d'assurer la protection du capital.

Certes, pour la plupart, il s'agit de l'argent de leurs clients mais c'est aussi, et surtout, leur propre argent. Ainsi, les gérants classiques ne doivent que suivre l'indice ou le battre, et si l'indice baisse et perd la moitié de sa valeur, ces gérants traditionnels vont avoir des pertes de 40 à 50% dans leur capital, mais ils ne seront pas blâmés pour ça.

En revanche, les clients de hedge funds vont les blâmer s'ils perdent de l'argent, dans la mesure où leur rôle est d'apporter de la performance absolue décorrélée de tous les marchés...

Or on l'a vu, les performances des hedge funds sur la première partie de l'année 2008, c'est d'avoir fait, en moyenne, un quart de la baisse du marché actions. Il s'agit de pertes, certes, mais d'un autre côté, ils ont quand même rempli leur objectif de protection par rapport au marché traditionnel.

L'effet de levier est-il un atout si puissant des hedge funds ?

Il y a effectivement des hedge funds qui ont un effet de levier, mais il est beaucoup moins fort que le levier des banques d'investissement. Ces dernières, comme Lehmann Brothers ou Bear Sterns, disposent en effet de leviers qui multiplient par 25 ou 30, alors que pour les hedge funds ayant recours aux leviers, on atteint un maximum compris entre 5 et 10.

Par ailleurs dans les hedge funds, il existe une multitude de styles de gestion très différents : quand vous regardez les hedge funds qui interviennent sur les actions, les leviers y sont beaucoup plus faibles que les fois 5 à 10 dont je vous parlais. Quand on prend la somme des positions acheteuses et des positions vendeuses, en temps normal, on obtient 150, 200 voire 300% maximum, c'est donc fois 3 maximum et non fois 5 ou fois 10 comme avec les hedge funds les plus agressives, ou même les 30 des banques d'investissement...

Ceux qui utilisent les leviers, ce sont les hedge funds dits d'arbitrage, c'est-à-dire ceux qui jouent le retour à la moyenne. Quand la volatilité des instruments financiers était faible, les mouvements autour de la moyenne des différents instruments n'étaient pas très importants, donc pour générer du rendement il fallait amplifier le mouvement, et le levier servait à cela.

Maintenant que la volatilité est beaucoup plus importante, il n'y a plus besoin d'amplifier les mouvements, si bien que ces hedge funds arbitragistes jouant sur les écarts des instruments les uns par rapport aux autres n'ont plus besoin d'avoir du levier puisque les fluctuations sont beaucoup plus importantes...

Que représentent-ils parmi les différents types de hedge funds ?

Si vous prenez les stratégies actions, employant donc un effet de levier, ils représentent autour du tiers des gestionnaires alternatifs.

Ensuite, il y a des gérants qui font du long short sur le crédit -là encore il n'y a pas beaucoup d'effet de levier. En revanche, il peut y avoir de l'effet de levier sur les gérants qui achètent et vendent en arbitrage, mais ils ne doivent représenter qu'un quart de l'industrie au maximum.

Quel est l'apport des Hedge Funds dans l'économie, notamment via les ventes à découvert ?

Dans le cas des ventes à découvert, l'apport pour l'économie est évident. La vente à découvert participe en effet à l'intégrité des prix, ça apporte de la liquidité et de la profondeur sur le marché, et ça contribue à éviter la formation de bulles spéculatives.

Imaginez qu'il n'y ait pas de ventes à découverts, si vous pensez qu'un titre est sous-évalué par rapport à sa valeur intrinsèque, vous l'achetez. Si vous pensez qu'il est surévalué par rapport à sa valeur intrinsèque, vous ne l'achèterez pas, mais tant qu'il est surévalué, et en l'absence de ventes à découvert, il n'y a pas de force de rappel pour que le prix converge vers sa valeur intrinsèque.

Le fait qu'il soit possible et d'acheter et de vendre, aide la convergence entre le prix du titre et sa valeur intrinsèque. Il est donc sain que des gens puissent faire converger, à la hausse ou à la baisse, le prix du titre de sa valeur intrinsèque.

Imaginons maintenant que vous soyez une caisse de retraite ou un fonds de pension. Vous avez besoin d'acheter des quantités importantes d'un titre parce que vous avez une vision à long terme et que vous pensez que ce serait bon pour vos futurs retraités.

Si vous avez un montant assez important à acheter, mais qu'il n'y a pas de vendeurs à découvert, vous allez acheter au fil de l'eau sur le marché de titres. Or il est probable qu'à force d'acheter, vous fassiez décaler le titre à la hausse.

Faisant décaler le titre à la hausse, vous allez susciter l'intérêt de petits spéculateurs courttermistes qui vont se porter acheteur en constatant que le titre monte et qu'il doit donc y avoir derrière cette hausse un gros acheteur. Ce faisant, ils vont donc se porter acquéreur de ce titre et quand ils sentiront que le programme d'achats est terminé, ils revendront avec profit.

Or tout cela se fera au détriment de votre fonds de pension qui voulait acheter et qui, à cause de cet intérêt provoqué par ces décalages de prix et de la concurrence des spéculateurs court terme, obtiendra ses titres beaucoup plus chers qu'en temps normal...

Au final, grâce à la présence de vendeurs à découvert, la caisse de retraite ou le fonds de pension vont pouvoir demander un prix pour leurs blocs d'actions à certains teneurs de marché ou hedge funds, qui vont leur proposer un prix garanti pour vendre des titres qu'eux-mêmes ne possèdent pas et pour lesquels ils devront emprunter, donc faire de la vente à découvert, à un prix convenu à l'avance.

Dès lors, la caisse de retraite va être satisfaite puisqu'elle aura pu acheter son bloc de titres en une seule fois, certes à un prix légèrement supérieur au prix courant, mais à prix fixé d'avance.

Quant à celui qui lui a vendu à découvert, il va devoir racheter ces titres pour rembourser son emprunt, mais lui se trouvant dans le marché tous les jours, il va avoir à sa disposition pour se couvrir un grand nombre d'outils : il va pouvoir racheter le titre en question sur les marchés, mais il va pouvoir éventuellement en acheter d'autres et les revendre, ou acheter de l'indice etc.

Ce que l'on constate dans cet exemple, c'est que la vente à découvert a apporté de la liquidité, et a permis à l'acheteur d'acheter beaucoup plus rapidement et à un prix non décalé.

Si on considère maintenant l'apport des hedge funds pour les investisseurs, les hedge funds pourraient-ils servir de source de diversification pertinente à l'usage des fonds de pensions ou d'autres institutions de prévoyance ?

Quand on regarde les rendements que procurent les hedge funds, on se rend compte qu'ils sont décorrélés des grandes classes d'actifs traditionnels. De ce fait, les fonds alternatifs apportent effectivement de la diversification, ils permettent d'augmenter le couple rendement-risque du portefeuille global de l'investisseur et cela, en ayant des actions, des obligations, des matières premières, de l'immobilier, du private equity et de l'alternatif.

Les hedge funds apportent donc une valeur, car les rendements qu'ils procurent -on le voit sur de longues périodes- sont bien décorrélés des marchés traditionnels.

Les investisseurs traditionnels (fonds de pensions ou autres institutions de prévoyance), pour une partie encore faible de leur portefeuille, investissent dans les hedge funds via le plus souvent des Fonds de fonds (ou Fonds de hedge funds), puisqu'il faut bien savoir choisir les hedge funds, dans la mesure où toutes les stratégies alternatives ne marchent pas selon les conditions de marché...

Peut-on vraiment déceler parmi la multitude de Hedge Funds qui existent, quels sont ceux, à l'instar de Paulson & Co (qui avait parié à la baisse sur les subprimes), qui pourraient s'avérer les plus profitables ?

Oui, c'est d'ailleurs la raison pour laquelle il y a une industrie qui a eu un taux de croissance important, en l'occurrence, celle des Fonds de fonds ou Fonds de hedge funds.

C'est justement notre métier que de proposer à nos clients-investisseurs des hedge funds, et cette valeur que nous apportons se constitue de trois choses : l'allocation, puisqu'il existe différentes stratégies qu'il convient de choisir en fonction des changements de conditions de marché ; la sélection des gérants, puisque dans une stratégie alternative donnée il y a des gestionnaires meilleurs que d'autres ; enfin, l'assemblage du portefeuille et le contrôle du risque.

Il y a donc de bons hedge funds qu'il faut trouver et choisir, mais il faut également construire un portefeuille d'actions cohérent et bien diversifié, de manière à apporter aux investisseurs un rendement absolu, décorrélé des actifs traditionnels et une protection du capital.

Mais quels sont les critères sur lesquels vous fondez vos choix, dans la mesure où vous ne vous fiez pas seulement aux rendements proposés par les hedge funds...

Il est vrai que si l'on ne regarde que les rendements, on ne fait que prendre en compte le passé. Ce qu'il faut voir, c'est quels sont les équipes, comment ils procèdent pour identifier les opportunités d'achat et de vente, comment ils contrôlent le risque, que font-ils quand ils gagnent de l'argent -vont-ils réduire leurs positions ?- ou quand ils en perdent, combien de bonnes idées de trading génèrent-ils par an -est-ce un nombre limité d'opérations ou au contraire un nombre élevé ?-, quelle est leur expertise, en quoi sont-ils meilleurs que les autres, qu'apportent-ils par rapport aux autres, où sont-ils basés, quel sous-traitant utilise-t-il comme prime broker, comme comptable et comme auditeur...

Il y a donc toute une due diligence qualitative à faire pour s'assurer qu'ils pourront générer à l'avenir autant de rendement qu'ils ont pu en produire par le passé. Et puis, avant la sélection, il faut d'abord s'assurer que la stratégie dans laquelle ils sont les experts puisse correctement fonctionner à l'avenir. Il est évident que si vous prenez le meilleur hedge funds dans une stratégie qui ne peut plus marcher, en raison de conditions de marchés qui ont changé, vous n'aurez pas des rendements corrects...

On accuse souvent ces organismes de placements d'être très opaques...

Prenez les ventes à découvert. Comme nous venons de le constater, ce système apporte de la valeur puisqu'il s'agit d'un outil supplémentaire permettant de générer des rendements et protéger le capital. Ceci étant, lorsque vous vendez à découvert, il vous faut d'abord emprunter les titres pour les vendre. Ensuite, il vous faut racheter et rembourser ces titres.

Mais il faut d'abord trouver ces titres à l'emprunt, or ces derniers ne représentent que quelques pourcents de l'encours, on ne peut donc vendre à découvert qu'une petite portion de l'encours.

En face, le risque que l'on prend, c'est qu'on ait un gros acheteur qui, par définition, peut mettre sur la table

des montants en capitaux très importants. Cela illustre le fait qu'il s'agit d'un jeu asymétrique. Autrement dit, la puissance de feu de l'acheteur est bien supérieure à celle du vendeur à découvert, donc ce dernier a en théorie un risque illimité dans la mesure où il peut avoir à faire face à des montants de capitaux très importants qui se porteraient à l'achat contre lui.

C'est pourquoi le vendeur à découvert, dans son intérêt comme dans celui de ses clients, évite de trop divulguer les titres qu'il détient en position vendeuse. Et s'il divulgue, il le fait à des autorités mais sans que cela soit trop répandu auprès du public parce qu'un gros acheteur pourrait profiter de cette information en faisant décaler le titre à la hausse...

Il peut donc être pertinent pour des hedge funds faisant de la vente à découvert, que la divulgation de certaines informations se fasse dans un cadre limité aux régulateurs et pas forcément au grand public.

Prenez-vous au sérieux les projets de régulation internationaux que le président Sarkozy a arrachés aux Etats-Unis, et la proposition de faire interdire les opérations en provenance des paradis fiscaux ?

Si les paradis fiscaux disparaissaient, ce sont surtout les banques qui seraient gênées, étant donné que les grands utilisateurs de ces centres «off shore» ce sont les banques qui y placent des véhicules (SIV ou Special investment vehicle) afin de décharger une partie de leur bilan quand cela les arrange...

Je ne suis donc pas trop inquiet à ce sujet, les hedge funds sauront retourner vers des places réglementées... En France par exemple, l'AMF a mis en place un cadre réglementaire pour accueillir les hedge funds qui souhaiteraient s'installer ici.

Il me semble donc que nous pouvons très bien avoir une industrie des hedge funds dans les règles, qui se mettent «on shore». Ensuite, la concurrence par l'impôt n'est pas propre à la finance puisque les pays se font entre eux concurrence par l'impôt, à l'instar de Monaco, de la Belgique ou de Londres... Si bien qu'il n'y a encore rien ici de spécifique aux hedge funds.

Que pensez-vous de cette annonce, un peu radicale, faite par le ministre italien des Finances d'abolir les hedge funds ?

Lorsque les autorités ont, à juste titre, été préoccupées par la santé des banques, et qu'elles ont vu les actions des banques baisser fortement, elles se sont dites que cela allait faire reculer la confiance des déposants... On a d'ailleurs pu voir ce phénomène en Angleterre avec Northern Rock ou aux Etats-Unis où, en deux semaines, 16 milliards de dollars ont été retirés...

Ces autorités se sont donc demandées comment freiner la chute des actions des banques, et ont conclu à l'arrêt temporaire des ventes à découvert sur les financières pour voir si cela pouvait aider à restaurer la stabilité du système. Elles se sont finalement rendues compte que ça n'a pas du tout eu l'effet escompté, voire, cela a fait empirer la situation puisqu'aux Etats-Unis, quand la FED a mis en place ces mesures-là, elle s'est aperçue que la liquidité et la profondeur sur ces titres de financières avaient fortement chuté, alors que la volatilité augmentait, ce qui n'est pas de nature à rassurer l'acheteur. Ceci prouve bien que ce ne sont pas les hedge funds qui ont fait baisser les cours des financières.

Lorsque les hedge funds font leurs analyses en valeur, s'ils se rendent compte qu'un titre est survalorisé, ils le vendent, mais ainsi que nous l'avons vu précédemment, ils ne vendent que quelques pourcents de l'encours. Donc les vendeurs à découvert ne provoquent pas la baisse des titres, ce sont simplement les premiers à constater qu'il y a une survalorisation anormale, et ils vendent donc à découvert, bien entendu pour en tirer profit si leur vision est correcte.

Pour en revenir à l'Italie, cette annonce d'interdiction de l'ensemble des ventes à découvert peut paraître populiste, mais ils vont surtout se rendre compte que les entreprises italiennes auront énormément de mal à se financer et à émettre des actions, parce que le marché actions italien va certainement perdre en liquidité, les volumes quotidiens vont diminuer, les gens n'auront plus la possibilité de se couvrir, et de ce fait, ils vont moins acheter et il y aura une espèce de spirale négative...

Nous sommes favorables à tout ce qui peut limiter les excès et là, il y a peut-être eu des excès. Cela étant, il faut surtout comprendre que quand l'action d'une entreprise industrielle baisse, cela ne la gêne pas trop dans la conduite de ses affaires à court terme, en revanche pour une banque, c'est un peu différent puisque si son titre diminue trop, on peut à raison se poser la question de la crise de confiance que cela peut induire et le risque sur son activité si les déposants ne lui font plus confiance.

Dès lors, tout ce qui pouvait contribuer à soutenir les prix des titres des actions des financières pouvait être une bonne chose...

Quel pourrait être le paysage de l'industrie des hedge funds à l'avenir ?

Que les canards boiteux disparaissent, me paraît être une bonne chose. Par définition, ce sont les meilleurs, ceux qui ont su contrôler leurs risques ou n'ont donc pas surfé sur la vague des augmentations des encours, qui vont rester.

C'est un peu comme la bulle Internet de la fin des années 1990. Il était alors très facile de monter sa société Internet parce qu'il y avait des montants importants de capitaux qui étaient investis, si bien que n'importe qui pouvait le faire, d'où la bulle qui a finalement explosé. De même en est-il pour les hedge funds: il y avait un peu d'argent facile ce qui a incité des gérants moyens à monter leur hedge funds. Tout cela a causé du tort à l'industrie parce que lorsque vous avez des mauvais gérants, ça fait mauvaise presse, de même qu'une fermeture d'hedge funds n'est jamais une bonne publicité pour le secteur...

Si bien que, si des hedge funds disparaissent, il ne restera plus que les meilleurs ce qui permettra aussi aux rendements d'être meilleurs dans la mesure où ceux qui auront résisté rencontreront moins de concurrence de la part des banques d'investissement.

Ces dernières en effet, dans leur activité de trading, faisaient beaucoup concurrence aux hedge funds dans l'identification des opportunités d'achat et de vente. Nous l'avons bien vu, les desks de trading propriétaire des banques d'investissement sont plutôt en train de fermer ; ils ont été contraints de réduire la voilure en réalisant parfois des débouchements en position forcée, ce qui a fait souffrir les hedge funds qui détenaient des positions sur les mêmes titres, or on voit bien qu'ils se faisaient concurrence les uns avec les autres... Si les banques reviennent à un système plus consommateur, donc plus conforme à ce qu'il était à l'origine, à savoir un recyclage de capitaux, cela permettra de laisser aux gérants le soin de gérer et aux banques le soin de prêter.

Chacun reviendra ainsi dans son métier de base, si bien que les hedge funds auront moins de concurrence qu'auparavant. Selon moi, les rendements augmenteront donc pour deux raisons : d'abord en raison de la moindre concurrence de la part des banques, mais aussi de la part des mauvais gérants.

Il y a énormément d'opportunités en ce moment dans les marchés actions, obligations, du crédit ou de change, en raison du dévalaraging des banques. Prenez la banque américaine Goldman Sachs qui a dévalaragée trente fois, cette dernière s'est mise d'elle-même sous la protection de la Fed en expliquant qu'elle acceptait de passer du statut de banque d'investissement à celui de banque commerciale, ce qui signifie qu'elle n'aura plus l'autorisation d'avoir des montants de leviers importants. Dès lors, pour passer de cet état de banque d'investissement à celui de banque commerciale, les banques ont dû déboucler un certain nombre de positions qu'elles détenaient dans leurs bilans, et ce, à tout prix et dans l'urgence.

Ce faisant, elles réduisent sur les marchés l'écart entre les prix et leur valeur intrinsèque. Du coup pour les survivants, ça va être fantastique, puisqu'ils vont pouvoir tirer partie de ces opportunités une fois que les ventes ou débouchements forcés se seront arrêtés.

Votre groupe a élaboré un guide des bonnes pratiques, pourquoi ?

Les mauvais Fonds de fonds risquant de créer du tort à notre industrie, nous avons décidé d'établir un guide des bonnes pratiques dans ce métier de manière à faire en sorte que les meilleurs Fonds de fonds se mettent d'accord sur les choses à faire et celles à éviter.

L'objectif est ainsi de mettre tout le monde sur un même pied «d'égalité» et que, pour tous, les règles du jeu soient claires et qu'il n'y ait pas de concurrence déloyale de la part de certains qui, prenant des risques inconsidérés, saisiraient des parts de marché au détriment des bons Fonds de fonds.

Propos recueillis par Nicolas Sandanassamy