

## Christophe Chouard

Membre du [directoire de HDF Finance](#)

### “Quatre grands principes devront être respectés par la réglementation européenne sur les hedge funds”

Publié le 11 Mai 2010

#### De quelle manière envisagez-vous l'évolution de l'industrie des hedge funds ?

Selon les chiffres des bases de données, la taille de l'industrie est en train de croître à nouveau.

#### Peut-on selon vous retrouver les encours qui ont prévalu en 2006-2007 ?

Je pense que oui. Les investisseurs vont s'apercevoir que 2008 était une année d'exception caractérisée par un biais de liquidité et une chute brutale de l'appétit pour le risque.

#### Ne pensez-vous pas qu'une nouvelle page de l'histoire est en train de s'écrire compte tenu des mésaventures qui ont caractérisé cette industrie ?

Sur 20 ans, l'industrie a connu trois années de moindre performance : 1994, 1998, et 2008. Des débouchements massifs de positions dans les marchés se sont à chaque fois produits parce que les différents intervenants avaient besoin de libérer de la trésorerie pour reconstituer leur ratio réglementaire et ont été amenés à traiter non pas en fonction du prix des instruments par rapport à leur valeur intrinsèque mais de manière erratique en fonction de la capacité à libérer du cash. Et ces distorsions dans les prix ont fait disparaître ceux qui avaient pris trop de risques. Mais, même si ceux qui ont pris trop de risques ou n'ont pas respecté les règles ont disparu, les raisons pour lesquelles la gestion alternative était attrayante demeurent. Il convient simplement de mieux encadrer leur fonctionnement et d'établir des limites.

#### Vous ne craignez pas que le traumatisme de la non décorrélation demeure dans les esprits ?

Rendement absolu ne veut pas dire rendements toujours positifs. Une décorrélation ne se juge pas sur un an, ou sur quelques mois. Alors qu'en 2009 les actions ont fait -25%, puis +50%, puis plus ou moins zéro sur le reste de l'année, notre fonds de fonds multi stratégies a, lui, été positif tous les mois. Il en est même à son seizième mois positif d'affilée. Sa valeur liquidative est aujourd'hui plus élevée que le pic atteint en 2007. Il a déjà récupéré ses pertes de 2008 alors que les actions en sont encore à -25% de leur plus haut de fin 2007.

#### De quelle manière gérez-vous la contrainte de liquidité et la maîtrise des risques ?

Nous vérifions que la taille des positions des fonds dans lesquels nous investissons est en ligne avec la liquidité des instruments sous jacents et la profondeur des marchés sur lesquels ils interviennent, afin de nous assurer que les gérants pourront correctement naviguer dans les marchés et honorer les promesses de liquidité vis à vis de nous. Ainsi, nous avons pu honorer en temps et en heure toutes les demandes de rachat de nos clients qui avaient besoin de libérer du cash.

Dans notre processus de sélection, nous nous sommes toujours efforcés d'écartier les gérants qui prenaient trop de risques, qui n'avaient pas la capacité de se couvrir quand ils avaient la volonté de le faire. Nous excluons par exemple les fonds de distressed, ou les gérants qui se substituent aux banques pour prêter.

#### Quelles vous semblent être les stratégies gagnantes et les stratégies perdantes ?

Les stratégies market directional, et arbitrage de convertibles nous paraissent difficiles à jouer en ce moment. La plupart des autres stratégies sont génératrices de rendements attrayants. Concernant le long short equity, la crise macro économique va entraîner plus de discrimination entre les bonnes et les moins bonnes entreprises, et cela devrait se refléter dans les prix des titres.

Concernant la stratégie event driven, à cause des contraintes de liquidité, nous nous limitons à des fonds de taille raisonnable, entre 200 et 500 millions d'encours, et nous privilégions les gérants qui sont en mesure de s'intéresser également à des transactions de taille raisonnables. Les stratégies de Global Macro devraient bénéficier des mouvements importants sur les marchés des actions, obligations, taux et changes.

#### Quelle est la répartition de ces stratégies dans votre plus important fonds de fonds ?

Notre fonds multi stratégie n'a jamais été aussi équilibré qu'aujourd'hui, car nous voyons des opportunités un peu partout. Un tiers est constitué de stratégies actions, un tiers de fixed income (moitié taux, moitié crédit), le troisième tiers est investi dans des allocataires d'actif discrétionnaires et réactifs comme les Global Macro, et quelques traders systématiques. Il y a moins de capital alloué par les fonds propres des banques. Avant la crise, certaines d'entre elles avaient pris des risques avec des leviers très élevés ce qui réduisait les opportunités d'arbitrage. Leur activité pour compte propre a sensiblement diminué car elles ont dû reconstituer leurs ratios réglementaires. Comme il y a moins de capital alloué pour arbitrer les marchés, les hedge funds peuvent se permettre de prendre moins de risque qu'auparavant tout en générant des performances attrayantes.

#### Quel est votre taux de rotation ?

En rythme de croisière, dans un fonds de fonds multi stratégies, notre taux de rotation tourne autour de 20-25% des fonds par an. Il a monté à un peu plus de 50% en 2008. Nous avons vendu les fonds trop directionnels. Nous nous sommes concentrés sur les gérants plus réactifs avec un horizon d'investissement plus court, et avec l'idée que ce qui était important ce n'était pas l'écart entre les prix et les valeurs, mais plutôt les dynamiques de marché : nous avons privilégié des gérants aux politiques de gestion de risques rigoureuses capables de prendre leurs profits et de couper leurs pertes très rapidement.

Nous remettons progressivement dans notre portefeuille des gérants ayant une stratégie plus fondamentale précédant à une analyse des bilans, de la stratégie des entreprises...

#### Quel regard portez-vous sur les comptes gérés et les fonds UCITS pour améliorer la liquidité ?

Un compte géré signifie que vous êtes propriétaires des actifs, si les actifs ne sont pas liquides, la propriété ne résout pas le problème de la liquidité. La réglementation UCITS oblige les gérants à octroyer à leurs clients une liquidité meilleure, mais là aussi les actifs doivent être liquides.

#### Toute une ébullition réglementaire veut imposer des contraintes au niveau des effets de levier et d'autres aspects des activités des hedge funds. Cette réglementation ne va-t-elle pas enlever de l'attrait des véhicules.

Bien au contraire. La réglementation est bienvenue. La très grande majorité des sociétés de gestion de hedge funds sont enregistrées auprès d'une autorité réglementaire. De plus, l'industrie est également réglementée de manière indirecte, par les prime brokers, ou les contreparties des hedge funds.

Dans nos portefeuilles, les meilleurs gérants sont tout à fait ouverts à plus de réglementation pour éviter que certains puissent manipuler les cours et créer des distorsions de prix préjudiciables aux meilleurs gérants. La réglementation est pour nous l'opportunité que notre industrie devienne une industrie comme une autre.

#### De quelle manière appréhendez-vous la directive AIFM ?

Les intentions de la directive AIFM sont bonnes. La maîtrise du risque systémique se fera par un reporting au régulateur. Les meilleurs gérants sont ouverts et favorables à être transparents vis-à-vis des régulateurs pour que les risques globaux pris dans les marchés restent dans des limites raisonnables. Mais le risque

systemique n'est pas du à une carence de régulation mais davantage à une carence de supervision. Je rappelle qu'une compagnie très régulée comme AIG a pu à l'insu de tousempiler des dérivés de crédit de gré à gré sans que personne ne s'en aperçoive. L'entité a pris trop de risque sans allouer de capital en face de ces risques. Si le reporting avait été correct auprès des régulateurs, on s'en serait rendu compte. Les dispositions concernant l'effet de levier, la réduction de l'univers d'investissement et l'encadrement des ventes à découvert ne posent pas non plus de difficultés. Nous nous sommes toujours assurés que l'effet de levier utilisé par nos gérants restait dans des limites raisonnables propres à leur stratégie d'investissement, et qu'ils avaient la capacité d'entrer et de sortir des marchés dans lesquels ils évoluaient. Concernant le reporting des positions short, le reporting dont on parle est un reporting au régulateur. Les meilleurs gérants y sont favorables.

**Vous vous assurez que quatre grands principes sont respectés...**

Protection de l'investisseur, contribution par le reporting à éviter le risque systémique, degré de liberté suffisant pour permettre aux hedge funds de continuer à apporter de la valeur ajoutée au fonctionnement des marchés, et éviter le risque de l'arbitrage réglementaire en s'assurant que la réglementation est la même pour tout le monde. Aujourd'hui l'Europe pense avoir une taille critique suffisamment importante pour être suivie des Etats-Unis et de l'Asie, mais des négociations sont en cours.

**Qu'est ce qui pourrait venir entamer de manière injustifiée la liberté des hedge funds ?**

Interdire d'emprunter des titres pour les vendre. En revanche, nous pensons qu'il faut empêcher les ventes à découvert nues, c'est-à-dire interdire le passage d'ordres de vente sur des titres que le vendeur n'a pas en portefeuille et qu'il n'a même pas emprunté avant de passer son ordre de vente, avec l'intention de racheter avant la livraison du titre. Cela correspond à de la manipulation de cours.

**Imen Hazgui**