

FINANCE : Hedge funds, la grande illusion

Date de parution: Mardi 13 janvier 2009
Auteur: Pierre-Alexandre Sallier

Analyse.

La mise au jour de la fraude Madoff explique soudain une étrange anomalie statistique qui prévalait jusque-là dans le monde des fonds d'investissement à risque: l'apparente résistance à la crise financière des fonds adoptant une stratégie dite «neutre au marché». C'est-à-dire ceux essayant au maximum de limiter l'impact des fluctuations des marchés sur leur performance. Ce que les professionnels appellent la quête de «l'alpha»: fournir du rendement à ses souscripteurs, quels que fussent les mouvements des marchés. Comment? Par exemple en achetant des actions et, simultanément, en vendant à terme ces titres, grâce à des «options». Ceci afin de grappiller peu à peu des plus-values, certes limitées, mais stables. Au cours des derniers mois de la crise, la stratégie semblait la panacée. Seul problème, c'était aussi celle que prétendait suivre un certain Bernard M.

Utilisés par la communauté financière pour se faire une idée des résultats moyens offerts par des milliers de fonds spéculatifs, les indices compilés par Credit Suisse et la maison de gestion Tremont montraient, fin octobre encore, que les as du «market neutral» tenaient le coup: ceux-ci limitaient les pertes (ils perdaient 0,2%) depuis le début 2008, alors que les autres familles de hedge funds pouvaient perdre, en moyenne, 10%, 20%, voire 30%...

Las. L'exception a vécu. Car les fonds dont la gestion était confiée à Bernard Madoff pesaient très lourdement dans ces indices «market neutral» de CSFB-Tremont. Au point d'en faire les plus gros acteurs de la spécialité. Les performances affichées par Madoff étant - totalement ou en partie, l'enquête le dira - basées sur du vent, les signaux envoyés par les indices «market neutral» s'avéraient totalement pollués.

L'implosion de l'arnaque pyramidale mise au point par le courtier new-yorkais a soudain conduit au gel des fonds qui travaillaient avec lui, en particulier ceux de Kingate et Fairfield Greenwich. CSFB Tremont a dû exclure en urgence ces fonds de ses indices, après l'éclatement du scandale. Résultat, la famille des «market neutrals», soudain débarrassée des produits Madoff, affichait, fin novembre, en réalité des pertes de 40% depuis le début 2008. Et non la quasi-stabilité jusque-là reflétée.

CSFB Tremont ne remontera cependant pas dans le temps pour recalculer ses indices et ainsi montrer ce que valait vraiment cette stratégie auparavant, hors l'influence artificielle de Madoff. «Nous ne le faisons pas davantage lorsque des fonds s'effondrent et cessent leur activité, ceci afin de garder nos règles cohérentes», justifie-t-on au sein du bureau de recherche. «Ces fonds ne représentent que 2,4% de l'indice reflétant l'ensemble de la planète hedge fund», tempère la firme, dont l'une des maisons mères, le groupe Tremont, a elle-même été directement piégée par Madoff. HFR, un autre cabinet de recherche spécialisé dans ces indices des hedge funds, n'a pas répondu à nos questions.

Un détail réservé aux pros du secteur, cette histoire d'indices? Pas sûr. Car les signaux que ces indices envoyaient étaient utilisés par toute la finance pour mesurer l'apport des fonds de placement à risque.

Comme le remarque un spécialiste genevois du secteur, «dans la recherche académique, les chercheurs en étaient arrivés à la conclusion que seuls ces fonds «neutres au marché» parvenaient, sur le long terme, à fournir un sur-rendement significatif, pour un même niveau de risque».

L'exception vient apparemment de tomber. Et ces études, sur la base desquelles nombre d'institutions, comme les caisses de retraite - décidaient de s'aventurer dans les hedge funds, seraient donc à revoir. Ceci signifie-t-il la fin de l'exception de ces fonds si particuliers? «Oui, si on les prend dans leur ensemble - en décidant d'y investir à partir d'un indice - sinon, évidemment, il ne faut pas jeter tous les fonds «market neutral» de la planète en raison d'une escroquerie», tempère le spécialiste. «L'affaire Madoff est malheureuse, cela n'en reste pas moins une fraude», rappelle de son côté François-Serge Lhabitant, professeur à HEC Lausanne et responsable des investissements de Kedge Capital, la firme gérant la fortune de la famille Bertarelli.

Selon ce dernier, le problème reste avant tout que dans la communauté financière, «le terme «neutre au marché» était devenu un pur slogan marketing; alors qu'il convenait de s'interroger sur la nature véritable de cette neutralité [ndlr: la protection du fonds face aux mouvements du marché] et sur les conditions qui pourraient la déstabiliser».

Bien sûr que «les indices sont toujours sujets à des «biais» liés à la sélection des fonds qui y sont intégrés», estime de son côté Laurent Chevallier, consultant genevois spécialiste des hedge funds. Mais le débat est ailleurs. Et tient surtout au fait que «beaucoup de non-spécialistes se sont cachés de manière abusive derrière ce concept de «neutralité» pour vendre des fonds». Selon ce dernier, «il existe de vrais fonds «market neutral» qui sont parvenus à préserver le capital de leurs investisseurs dans des marchés très

difficiles; mais ceux-ci demeurent rares, car cette stratégie, extrêmement difficile, requiert à la fois d'être un très bon trader et de faire un travail énorme d'analyse de bilan ». Le malheur veut que ce soit précisément ces qualités dont Bernard Madoff se targua des années durant.

© Le Temps. Droits de reproduction et de diffusion réservés. www.letemps.ch