

# LE TEMPS

---

La chronique des hedge funds Lundi 7 septembre 2009

## Fonds de fonds : le modèle doit changer

Par Olivier Baumgartner-Bézelgues\*

### La fortune gérée est en diminution

Affaire Madoff, remboursements suspendus, performances décevantes, autant d'éléments qui amènent de nombreux investisseurs à se poser la question de la valeur ajoutée des fonds de hedge funds. Pour les investisseurs qui ont décidé de ne pas abandonner cette allocation, la tentation est grande de se réapproprier la gestion de la partie alternative de leur portefeuille. Les fonds de fonds n'ont pas atteint leurs objectifs, une évolution de leur modèle de gestion est inévitable.

La sanction des investisseurs ne s'est pas fait attendre, la masse gérée par les fonds de fonds avait perdu en juin 2009 plus d'un tiers des 825 milliards de dollars gérés en juin 2008 selon HFR. De plus, les fonds de fonds ont manqué le rebond des marchés de ce début d'année à en juger des performances du HFRI Funds of funds-Diversified Index en hausse de 6,64% à fin juillet 2009 après avoir accusé une perte de 20,85% en 2008.

Pourtant, la Suisse a fait figure de pionner en ayant été parmi les investisseurs de la première heure dans les hedge funds. Conceptuellement, les gérants suisses avaient fait preuve d'humilité en déléguant à certains de ces fonds la gestion d'une partie de leurs avoirs. Plus tard, la réglementation locale devenait favorable en autorisant les fonds de pension à investir jusqu'à 15% de leurs actifs dans les actifs non traditionnels tels que l'immobilier, les matières premières, le private equity et les fonds alternatifs. Face à l'engouement pour ces derniers et suite à la crise LTCM, l'Association suisse des banquiers (ASB) a jugé bon d'édicter quelques recommandations quant à l'usage des hedge funds dans les portefeuilles dans le cadre de sa directive relative au mandat de gestion. Faisant preuve de bon sens, l'ASB justifiait la présence de ces placements qualifiés de «non traditionnels» dans le but unique d'apporter de la diversification à l'ensemble du portefeuille. L'ASB ne s'arrêtait pas là et pavait la voie à l'industrie du fonds de fonds en recommandant (à l'instar de l'OPP2\*\*) ce modèle de gestion pour quiconque souhaitait s'exposer aux hedge funds. L'ASB attendait du modèle du fonds de fonds qu'il apporte une exposition diversifiée à l'univers des fonds alternatifs et qu'il garantisse une liquidité correcte pour cette classe d'actifs.

Presque un an après la faillite de Lehman Brothers, le bilan est bien mitigé si l'on s'en tient à la feuille de route initiale. En effet, comme le montre le graphique suivant, les niveaux de corrélation sur de longues périodes de temps n'ont jamais été à la hauteur de l'objectif initial de l'ASB, à savoir la diversification par la décorrélation. Si la diversification des fonds de fonds a permis de contenir les effets dévastateurs de la fraude Madoff, la liquidité dans de trop nombreux cas n'a pu être assurée. C'est le mécontentement des investisseurs qui a alerté les régulateurs et autorités, qui ont trouvé dans les hedge funds un bouc émissaire tout indiqué.

Cependant, les raisons de cet échec relatif ne reposent pas entièrement sur l'échec des fonds de fonds à fournir une décorrélation authentique aux classes d'actifs classiques. Elles sont aussi à chercher du côté des imperfections du modèle de gestion passive utilisé par les fonds de pension. Pendant les grandes années de la gestion alternative, les rendements des fonds de fonds ont permis de pallier la faiblesse des rendements obligataires. Les fonds de fonds sont devenus très prisés par les fonds de pension, qui y ont vu à tort un substitut de premier ordre aux obligations.

Aujourd'hui, afin de regagner la confiance des investisseurs, les fonds de fonds diminuent leurs frais

de gestion. On constate que certains acteurs proposent des frais de gestion en baisse de 20 à 30%. Est-ce suffisant quand on sait qu'un grand nombre de fonds de fonds n'ont pas su éviter la fraude Madoff, que les termes de liquidité n'ont pas été respectés et que les objectifs de corrélation n'ont pas été atteints?

La gestion de fonds de fonds, en s'institutionnalisant peu à peu, a sombré dans les travers de la gestion indicielle. Les velléités de diversification initiale ont disparu au profit de track records toujours plus indexés sur une liste sans cesse grandissante d'indices alternatifs. L'avenir du fonds de fonds devra s'éloigner impérativement de ce simulacre de gestion indicielle et se concentrer sur le rôle essentiel des hedge funds dans un portefeuille: la diversification. Ceci ne pourra se faire que si l'objectif premier de gestion d'un portefeuille de hedge funds est un objectif de corrélation dans le cadre d'un portefeuille donné.

\*olivier.baumgartner@sunrise.ch. Consultant indépendant, CAIA, CIAA.

\*\* OPP2: Ordonnance sur la prévoyance professionnelle.

**LE TEMPS** © 2009 Le Temps SA