

—INVESTIR

Lundi 28 décembre 2009

[Envoyer à un ami](#) | [Imprimer cet article](#)

—**L'absence de représentativité des indices de hedge funds**

Pour les neuf premiers mois de 2009. La performance des fonds alternatifs s'élève en moyenne à 20,9%. Ou peut-être à 3,8%. Qui sait? Ces deux rendements diffèrent —significativement mais ils proviennent de deux indices sensés représenter l'univers des hedge funds. De quoi mettre sérieusement dans l'embarras un investisseur qui chercherait à évaluer la performance de son portefeuille.

—françois duc*

Le problème est identifié depuis la fin des années 1990 par de nombreuses recherches académiques. Les indices de hedge funds sont des moyennes d'échantillons biaisés, parfois de petites tailles et peu diversifiés. Ils véhiculent l'illusion d'appréhender la population fortement hétéroclite des fonds alternatifs, un univers dont on ne possède en réalité aucun moyen de connaître l'intégralité. Les indices de hedge funds ne sont simplement pas représentatifs, raison pour laquelle les indicateurs fournis par le Crédit Suisse ou MSCI, par exemple, affichent des rendements différents, voir opposés.

Nul n'est prophète en son pays! Mais, il n'est guère aisé non plus d'être entendu en terres étrangères. Et les recommandations des chercheurs n'ont eu que peu d'échos auprès des professionnels. Depuis 2003, les investisseurs institutionnels, dans leur majorité, suivent la performance de leurs portefeuilles alternatifs à l'aune d'un indice de hedge funds. En 2006, plus de 12 milliards de dollars étaient investis dans les indices. Et en juillet 2007, ces derniers étaient même autorisés comme actifs sous-jacents aux produits UCITS III. L'illusion n'aura pas survécu. Les raisons qui ont poussé à croire que les indices alternatifs pouvaient être considérés comme des benchmarks ont toutes été invalidées par la crise financière de 2008 et par le rebond de 2009. De même, les astuces qui avaient été mises en place pour combler les carences des indices de hedge funds ont perdu toute pertinence.

«Des erreurs de jeunesse», a-t-on pu souvent entendre par le passé. Les faiblesses relatées dans les études académiques ne seraient que des erreurs de jeunesse. Preuve en était que l'hétérogénéité des rendements des indices d'avril 2000 à juillet 2008 était bien plus faible que celle de la fin des années 1990.

C'était sans tenir compte du fait qu'aucun des problèmes méthodologiques dénoncés n'avait été résolu. L'apparente homogénéisation des rendements entre indices reflétait principalement la baisse de la volatilité des stratégies alternatives de 2000 à mi-2008. Depuis lors, les rendements sont 4 fois moins stables. Sans surprise, pour 2009, les écarts de rendements entre indices de hedge funds ont retrouvé le niveau énoncés par les études académiques. Ainsi, le graphique ci contre compare les rentabilités de 16 indices pour 2006 avec celle des 9 premiers mois de 2009. Si une certaine concentration autour de la moyenne était apparente en 2006, ce n'est clairement plus le cas en 2009

Une véritable cure de jouvence! Car avec des écarts de plus de 800 points de bases entre rendements mensuels, les indices des sous stratégies ont aussi retrouvé en 2009 l'hétérogénéité de leur jeunesse. Le phénomène a été amplifié pour certains indices qui étaient exposés dans des fonds défaillants. Ainsi l'indices CS/Tremont Blue Chip Market Neutral enregistrerait une perte de 26% en février 2009, alors que la moyenne des indices market neutral (indice EDHEC) étaient de -0.5%. Les indices investissables du CS/Tremont étaient lourdement exposés à une fraude, WestGate Capital Management. La preuve par le feu qu'un indice doit être diversifié et qu'il y a énormément de travail de

sélection derrière la construction pseudo arbitraire des indices.

S&P, MSCI, FTSE, Dow Jones. Pour les indices investissables de hedge funds, la présence de ces grandes institutions financières a été perçue comme un signal de maturité. Pourtant, de nombreuses voix s'étaient élevées pour révéler que ces indicateurs étaient simplement des fonds de fonds déguisés. De plus, l'utilisation de plateformes de comptes gérés a pu laisser croire que le problème de liquidité des stratégies alternatives était résolu. Comme souvent avec la titrisation, on ne faisait que cacher le risque.

A ce jour, l'industrie des indices investissables ressemble à un vaste champ de bataille jonché de morts et de blessés. Tous les grands noms de l'approche indicielle dans le traditionnel ont soit déserté le terrain de l'alternatif ou alors sont en difficulté. Le 21 janvier, le MSCI cessait l'évaluation de ses indices investissables alors que le calcul des versions non investissables avait été repris par Morningstar trois mois plus tôt. En mars 2009, la décision fut prise de mettre un terme à l'existence des indices investissables FTSE. Les NAV des indices Dow Jones Convertible et Distressed cessèrent d'être mises à jour respectivement en janvier et avril 2009. Ces défections survenaient après que Standard & Poor's a cessé la publication de son indice.

Quand la critique académique est constructive. Les chercheurs n'avaient pas seulement dénoncés toutes les faiblesses des indices de hedge funds. Ils avaient aussi proposés des solutions. D'une part, dès 1998 ils recommandèrent d'utiliser les indices de fonds de fonds pour une estimation plus efficace de l'univers des hedges funds. Les divers biais étaient éliminés par l'expérience véritable de l'investissement dans les fonds alternatifs. Cette solution permettait aussi d'unifier sous une même approche les investisseurs directs et les investisseurs dans les fonds de fonds. D'autre part, l'Ecole des Hautes Etudes Commerciales (l'EDHEC) proposait d'utiliser des indices d'indices, une façon assez ingénieuse pour diversifier les biais.

Bien sûr, ces solutions n'étaient que des astuces. L'information sur les constituants finaux des indices et leur composition en termes de poids par gérants et par stratégies étaient perdues. Mais, ces astuces permettaient à la communauté financière de se faire une idée des rendements de l'industrie alternative par des moyens détournés. Faute de mieux.

La boîte à outils a été bien utile pendant plusieurs années. Mais des travaux plus lourds seront nécessaires pour réparer les effets la crise de la liquidité. Les indices de fonds de fonds ne peuvent en effet plus être utilisés pour appréhender l'univers des hedge funds, ni pour comparer la performance des fonds de fonds pour 2009. En effet, durant cette année, l'industrie s'est restructurée avec la création de side pockets, de classes en liquidation et de classes censées assurer la pérennité des véhicules d'investissements. Les échantillons et les indices de fonds de fonds ont donc fortement perdu en cohérence, additionnant les pommes et les poires. De même, la création de certaine side pocket au niveau de hedge funds ont affecté la qualité des indices non investissables. Or ce type de manipulation ne peut être atténué en calculant une moyenne d'indices. Cette carence entache la crédibilité des indices d'indices.

Comparaison n'est pas raison. Mais qui peut reprocher à un comité d'investissement de demander un repère pour évaluer la performance d'un style de gestion somme toute assez obscure pour les non initiés. Sans doute personne. A contrario, on ne doit pas ignorer qu'il existe des périodes où une référence simple pour la performance des fonds alternatifs n'est pas disponible. Les 9 premiers mois de 2009 font assurément partie de ces moments. Nul ne peut alors faire l'économie d'une compréhension des contributions à la performance. Car l'utilisation d'une mesure de référence mènerait à justifier tout et son contraire. D'ailleurs, dans le débat houleux sur les hedge funds, gageons qu'à l'avenir, partisans et détracteurs trouveront dans l'hétérogénéité des indices en 2009 les justifications empiriques de leurs messages contradictoires.

*** Head of Risk Advisory, Union Bancaire Privée**