

Hedge funds

Origine, stratégies,
performance

François-Serge LHABITANT

DUNOD



Financiers

Marchés

Hedge funds

Origine, stratégies,
performance

François-Serge LHABITANT

DUNOD

Consultez nos parutions sur dunod.com



Le pictogramme qui figure ci-contre mérite une explication. Son objet est d'alerter le lecteur sur la menace que représente pour l'avenir de l'écrit, particulièrement dans le domaine de l'édition technique et universitaire, le développement massif du photocopillage.

Le Code de la propriété intellectuelle du 1^{er} juillet 1992 interdit en effet expressément la photocopie à usage collectif sans autorisation des ayants droit. Or, cette pratique s'est généralisée dans les établissements



d'enseignement supérieur, provoquant une baisse brutale des achats de livres et de revues, au point que la possibilité même pour les auteurs de créer des œuvres nouvelles et de les faire éditer correctement est aujourd'hui menacée. Nous rappelons donc que toute reproduction, partielle ou totale, de la présente publication est interdite sans autorisation de l'auteur, de son éditeur ou du Centre français d'exploitation du droit de copie (CFC, 20, rue des Grands-Augustins, 75006 Paris).

© Dunod, Paris, 2008

ISBN 978-2-10-053614-6

Le Code de la propriété intellectuelle n'autorisant, aux termes de l'article L. 122-5, 2° et 3° a), d'une part, que les « copies ou reproductions strictement réservées à l'usage privé du copiste et non destinées à une utilisation collective » et, d'autre part, que les analyses et les courtes citations dans un but d'exemple et d'illustration, « toute représentation ou reproduction intégrale ou partielle faite sans le consentement de l'auteur ou de ses ayants droit ou ayants cause est illicite » (art. L. 122-4).

Cette représentation ou reproduction, par quelque procédé que ce soit, constituerait donc une contrefaçon sanctionnée par les articles L. 335-2 et suivants du Code de la propriété intellectuelle.

*À la mémoire de mon père,
un Banquier*

Table des matières

Introduction : La gestion alternative ou les vertus de la dissidence	1
--	---

PARTIE 1

ORIGINE ET FONDEMENTS DES HEDGE FUNDS

CHAPITRE 1 ■ Perspectives historiques	9
Le modèle original : Alfred Winslow Jones	9
L'âge d'or : 1966 à 1969	11
L'ère du pain noir : 1969-1985	12
L'ère des « global macros » : 1986-1997	14
Les hedge funds en Asie : responsables ou coupables ?	16
La convergence européenne	20
La crise russe et <i>Long Term Capital Management</i>	22
L'après LTCM	32
CHAPITRE 2 ■ Les caractéristiques des nouveaux hedge funds	39
Comment identifier un hedge fund	40
Perspectives organisationnelles	52
Quelques exemples	70
CHAPITRE 3 ■ Perspectives réglementaires	73
La situation aux États-Unis	75
Les fonds <i>offshore</i>	86
La situation en Europe	88

La situation en Asie	119
Le village global	122

PARTIE 2

LES PRINCIPALES STRATÉGIES D'INVESTISSEMENT

CHAPITRE 4 ■ Les opérations et instruments de base	131
Les opérations de base : acheter et vendre au comptant	132
L'achat sur marge	133
Le prêt de titres	136
La vente à découvert	139
La combinaison d'un achat et d'une vente à découvert	143
Les instruments de base	146
CHAPITRE 5 ■ Les stratégies de type long-short equity	167
Principes de fonctionnement	167
Un exemple : Peugeot contre Renault	169
Quelques exemples de sous-stratégies particulières	173
Importance	191
Performances	192
CHAPITRE 6 ■ Les stratégies de trading	211
Les fonds de type global macro	211
Les fonds de contrats à terme	221
CHAPITRE 7 ■ Les stratégies d'arbitrage	237
Qu'est-ce qu'un arbitrage ?	237
L'arbitrage de convertibles	239
L'arbitrage de taux d'intérêts	253
L'arbitrage d'indices	269
L'arbitrage de fonds de placement	269
CHAPITRE 8 ■ Les stratégies événementielles	273
L'arbitrage de fusions	273
Le risque de crédit et les titres en détresse	294

Les fonds événementiels multi-stratégies	309
Les stratégies de private equity	318

PARTIE 3
INVESTIR DANS LES HEDGE FUNDS

CHAPITRE 9 ■ Faut-il investir dans les hedge funds ?	335
Les arguments pour investir	335
Les côtés sombres des hedge funds	342
Chercher le véritable alpha	354
 CHAPITRE 10 ■ Comment investir dans les hedge funds ?	 357
Investir en direct dans des hedge funds	358
Les fonds de fonds	363
Les produits structurés à capital garanti	366
Les clones	378
Conclusion	385
Bibliographie	387
Index	391

Introduction :

La gestion alternative ou les vertus de la dissidence

Lors de la dernière décennie du XX^e siècle, les investisseurs ont accumulé des risques financiers quasiment en toute impunité. Investir en actions constituait alors la seule approche jugée rationnelle, avec, si possible, une forte concentration dans des petites capitalisations quasi inconnues et déficitaires, mais susceptibles d'être appelées à de grandes destinées. En parallèle, les entreprises déployaient des stratégies agressives et multipliaient les acquisitions dans l'espoir d'être associées à une nouvelle économie qui ne voulait montrer aucun signe de ralentissement. Le potentiel de croissance semblait inépuisable, les capitalisations boursières étaient astronomiques, les mises en bourse faciles, et il faisait bon s'appeler point-com. Grisés par l'euphorie ambiante, certains se sont mis à défendre ardemment la thèse qu'une nouvelle ère économique était en marche. Ils ont été immédiatement reconnus par leurs pairs comme des experts, seuls capables d'identifier les grandes lignes de ces nouvelles tendances qui se mettaient en place sous nos yeux. Malgré la sonnette d'alarme tirée à maintes reprises par Alan Greenspan, en mars 1997, le président Bill Clinton faisait fi de l'exubé-

rance irrationnelle des marchés et déclarait publiquement que l'économie américaine se portait si bien que le concept même de cycle économique était devenu obsolète.

Ce n'est qu'avec l'explosion de la bulle Internet en mars 2000, puis l'implosion des valeurs télécoms à l'automne de la même année que cette naïveté béate a pris fin. Le retour à la réalité a été difficile. La hausse a cédé sa place à un cycle baissier qui a dépassé en longueur et en amplitude tous ceux que l'on avait connus depuis la deuxième guerre mondiale. Les mesures les plus extrêmes ont été adoptées pour tenter d'en limiter les conséquences. La Réserve fédérale américaine a ainsi abaissé ses taux directeurs à 1 %, un niveau record depuis 45 ans et averti qu'ils resteront bas. Se gardant toujours de prononcer le terrible mot « déflation », la Fed n'en a pas moins répété qu'elle se préoccupait, pour l'heure, beaucoup plus des risques d'une baisse de l'inflation que d'une hausse. Les rendements des emprunts d'État sont à leur plus bas, le dollar s'effondre, l'or et le pétrole voient leurs cours flamber.

Face à ce désastre, force est de constater que la gestion traditionnelle de patrimoine a failli à sa mission. Rivée à ses indices de références, incapable de préserver le capital de ses investisseurs, elle n'a su éviter ni les écueils de la volatilité, ni les chutes vertigineuses des marchés. Les portefeuilles traditionnels se sont réduits comme peau de chagrin. La combinaison de taux directeurs au plus bas, de l'érosion des prix des actions et des rendements obligataires, du recul des taux d'inflation et de la contraction des données macroéconomiques a réveillé les craintes des investisseurs. Ces derniers se sont donc mis à la recherche de solutions nouvelles pour défendre, voire faire prospérer à nouveau leurs portefeuilles. La gestion alternative s'est tout naturellement imposée comme une solution.

La gestion alternative existe en fait depuis fort longtemps, mais elle a toujours soulevé un mélange d'envie, d'incompréhension, d'admiration et de suspicion. Elle reste en effet associée au délicat parfum de l'argent vite gagné, de l'intrigue et des scandales. Mais au-delà de ce cliché, que représente-t-elle véritablement ? Sous le vocable abscons de gestion alternative, on regroupe d'une manière générale l'ensemble des actifs et des techniques de gestion qui sont déjà connus et utilisés par quelques agents financiers sophistiqués, mais qui ne sont pas encore adoptés par l'ensemble des investisseurs. Ce qui est alternatif et ce qui ne l'est pas a donc considérablement évolué au cours du temps. Certains actifs et

techniques de gestion hier considérés comme alternatifs sont aujourd'hui devenus traditionnels – citons les actions, les obligations convertibles, l'assurance de portefeuille, etc. D'autres n'ont jamais réussi à percer ou sont tout simplement retournés dans l'oubli – c'est le cas des matières premières, du *private equity*, de l'art, des pierres précieuses, etc. D'autres enfin sont en phase d'évolution, comme par exemple l'immobilier qui est considéré comme traditionnel par les investisseurs institutionnels, mais reste un actif alternatif pour la majorité des investisseurs privés. Citons également le cas de l'or, qui semble renaître de ses cendres à chaque crise financière ou politique.

Cette évolution perpétuelle fait qu'il est souvent plus facile de définir la gestion alternative en l'opposant à la gestion traditionnelle. La première est souvent tout ce que la seconde n'est pas ou ne veut pas être. En particulier, la gestion traditionnelle est focalisée principalement sur l'achat et la détention de titres. La structure de ses portefeuilles est maintenue proche de celle des grands indices, et sa performance reste tributaire de l'évolution des marchés. Par opposition, la gestion alternative a pour objectif premier de réaliser un rendement absolu positif, et ce indépendamment des conditions de marché. C'est d'ailleurs ce qui explique son attrait durant des phases de marchés baissiers ou difficiles. Mais au-delà de cette spécificité, le terme générique de « gestion alternative » recouvre des techniques de gestion et des profils de risques très différents. Du fait de cette pluralité, on peut parfois se demander s'il ne serait pas plus approprié de parler de « gestions alternatives ». Lors de son intervention devant la Chambre des représentants aux États-Unis en 1994, Georges Soros avait ainsi déclaré : « L'appréhension de ces fonds est difficile tant la variété est grande. »

Quoi qu'il en soit, la volatilité croissante des marchés et la chute des bourses ont fait redécouvrir – une fois encore – les avantages de la gestion alternative, tant pour améliorer la performance d'un portefeuille traditionnel que pour réduire sa volatilité. Les *hedge funds* en particulier se sont taillé la part du lion dans les flux de capitaux dirigés vers la gestion alternative. Certaines de leurs stratégies sont d'ailleurs aujourd'hui menacées par la croissance exponentielle des encours qui y sont placés, au point que l'on utilise à nouveau le terme de « bulle spéculative » et que l'on craint de voir se reproduire le même phénomène qu'avec l'Internet. Mais l'innovation devrait en partie compenser ces effets, comme nous le verrons ultérieurement.

Jusqu'à présent, il n'existait pas d'ouvrage en français répondant de manière simple aux nombreuses questions que se posent les investisseurs sur la gestion alternative en général et sur les hedge funds en particulier. Faut-il céder à la mode et inclure des hedge funds dans des portefeuilles traditionnels, même s'ils sont déjà diversifiés ? Pourquoi ces fonds sont-ils souvent situés offshore ? Permettent-ils effectivement d'accéder à des classes d'actifs ou bien même à des styles d'investissement particuliers ? Quelle performance peuvent-ils fournir à long terme ? Quels sont leurs véritables risques ? Améliorent-ils la diversification et donc les profils rendement/risque des portefeuilles traditionnels dans leur ensemble ? Et si oui, comment les intégrer dans les processus de construction de portefeuille ? Pour répondre à ces questions, il est nécessaire de comprendre de manière objective le fonctionnement des hedge funds, à la fois du point de vue opérationnel, légal et structurel, mais également du point de vue de leurs stratégies.

Dans cet ouvrage, nous allons tenter de fournir un éclairage objectif sur ce que sont véritablement les hedge funds, leurs mécanismes, leurs stratégies, leurs avantages et leurs dangers. Notre but n'est pas de convaincre le lecteur du bien-fondé d'investir ou non dans des hedge funds, mais plutôt à l'informer. Peu nous importe en effet sa décision finale. Par contre, nous tenons à ce que cette décision puisse être prise en toute connaissance de cause.

D'une manière arbitraire, nous avons décidé de structurer cet ouvrage en trois parties. La première partie se veut essentiellement historique et descriptive. En effet, une analyse approfondie des fonds spéculatifs ne peut être réalisée que si nous en avons compris tous les mécanismes. Pour ce faire, nous nous attacherons donc à décrire l'environnement des fonds spéculatifs, leur évolution historique, ainsi que les raisons d'être de leurs structures juridiques inhabituelles.

Dans une deuxième partie, nous examinerons les principales stratégies recensées à ce jour. Chacune d'entre elles sera illustrée par des exemples de transactions réelles ainsi que par la présentation de hedge funds en particulier. Il conviendra d'être prudent avec ces derniers. Nous tenons à mentionner explicitement que ces fonds ont été retenus uniquement à des fins illustratives. Leur mention dans cet ouvrage ne doit en aucun cas être considérée comme une recommandation (positive ou négative) d'investissement.

Finalement, une troisième et dernière partie sera consacrée à des aspects plus techniques de l'investissement dans des fonds spéculatifs, à savoir la construction de portefeuilles mixtes ou purs, l'utilisation d'indices alternatifs et l'analyse des risques. Un certain nombre de ces thèmes appartient encore aujourd'hui au domaine de la recherche, et toutes les réponses aux questions qu'ils pourraient soulever n'ont pas encore été obtenues. Nous ne prétendons bien évidemment pas les fournir dans cet ouvrage.

Comme nous le verrons, les techniques utilisées par les gérants alternatifs sont loin d'être impénétrables. Ce qui rebute plutôt le novice réside surtout dans l'utilisation d'un vocabulaire technique mêlé d'anglicismes barbares. Dans cet ouvrage, nous avons tenté d'éviter au maximum ce jargon, et seuls quelques termes en langue anglaise ont été conservés là où une traduction française n'aurait véritablement pas eu de sens. Nous avons également décidé d'éviter les équations et autres modèles mathématiques. Leur utilité n'est nullement mise en doute, mais leur place n'a rien à faire dans un ouvrage introductif comme celui-ci. Pas plus qu'on ne pose une charpente avant d'avoir creusé des fondations, il serait profondément inutile de chercher à mettre en équations un domaine dont on ne maîtrise pas les grands principes.

Cet ouvrage n'aurait pas vu le jour sans le soutien et les encouragements d'une longue série de personnes. Nous tenons à remercier particulièrement toute l'équipe des éditions Dunod ainsi que nos collègues de Kedge Capital pour leur assistance.

Enfin, nous espérons que vous aurez autant de plaisir à lire ce livre que nous en avons eu à l'écrire. Naturellement, toutes les suggestions, commentaires ou critiques sont les bienvenues, à l'adresse électronique suivante : f@lhabitant.net

PARTIE 1

Origine et fondements des hedge funds

CHAPITRE 1

Perspectives historiques

Il peut sembler curieux de commencer un ouvrage sur la gestion alternative par des perspectives historiques. Pour le grand public, la gestion alternative est perçue comme un phénomène nouveau, apparu pendant les années 1980 ou 1990. En pratique, il n'en est pourtant rien. Les hedge funds ont en effet connu leur heure de gloire il y a plus d'un demi-siècle.

Le modèle original : Alfred Winslow Jones

La paternité du premier hedge fund – au sens moderne du terme – est le plus souvent attribuée à un journaliste appelé Alfred Winslow Jones. Rien pourtant ne semblait prédestiner cet homme brillant à s'engager dans la finance. Diplômé de Harvard en 1923, il avait tout d'abord parcouru le monde en travaillant sur des bateaux à vapeur, puis avait œuvré comme diplomate en Allemagne avant de devenir journaliste en Espagne durant la guerre civile. Rentré aux États-Unis en 1941, il avait ensuite obtenu son doctorat de sociologie à l'université de Columbia, puis avait repris la plume pour le magazine *Fortune*.

L'intérêt de Jones pour la finance avait commencé en 1949, alors qu'il écrivait un article sur les techniques utilisées par les gérants de

portefeuilles pour analyser les marchés et prévoir leur évolution future. Pour documenter son article, Jones avait interrogé de nombreux gérants parmi les plus brillants de son époque. Pourtant, aucun d'entre eux n'avait réussi à le convaincre de la supériorité de sa technique. À vrai dire, Jones pensait même être en mesure de pouvoir faire bien mieux qu'eux. Soutenu par quelques amis, il réunissait alors une somme de 100 000 dollars (dont 40 000 dollars de ses propres économies) et décidait de créer un fonds d'investissement. Pour des raisons légales et opérationnelles, ce fonds était structuré comme un partenariat général¹. Le premier hedge fund venait de voir le jour.

La stratégie d'investissement du fonds d'Alfred Winslow Jones reposait sur une double conviction. Jones pensait qu'il avait une capacité supérieure à la moyenne pour identifier les bons et les mauvais titres, mais qu'il était incapable de prévoir la tendance des marchés. En conséquence, il avait mis au point une stratégie qui lui permettait de tirer profit de sa supériorité en matière de sélection de titres tout en réduisant le risque de marché de son portefeuille. Jones combinait dans des proportions similaires des achats d'actions jugées sous-évaluées et des ventes à découvert d'autres actions jugées surévaluées. En théorie, cette position devait lui permettre de dégager un double profit, tout en limitant son exposition nette au marché. Et pour augmenter la performance de son portefeuille, Jones avait simplement recours à l'effet de levier – il finançait une partie de ses achats au moyen des liquidités obtenues par ses ventes à découvert.

L'innovation dans l'approche de Jones ne résidait pas dans le recours aux ventes à découvert et à l'effet de levier. Ces derniers étaient en effet des outils connus des spéculateurs depuis de nombreuses années. L'innovation consistait plutôt à combiner ces outils jugés individuellement risqués avec des positions classiques (achats d'actions) pour réduire le risque total du portefeuille et obtenir en final une stratégie d'investissement plutôt conservatrice. Mais l'innovation ne s'arrêtait pas là. Dans le but d'attirer des investisseurs, Jones avait également investi toute sa fortune personnelle dans son fonds. De plus, sa rémunération pour ses activités de gestion s'effectuait par le biais d'une parti-

1. Le partenariat général (*general partnership*) est une forme de société disponible aux États Unis dans laquelle chacun des associés reste sans limite personnellement et indéfiniment responsable des engagements et des dettes du partenariat.

cipation aux performances obtenues (20 % des profits) plutôt que par un pourcentage fixe de la masse sous gestion.

Quid des performances ? La stratégie de Jones donna effectivement les résultats escomptés et fut appliquée pendant des années avec très peu de changements par rapport au concept original. En 1952, le partenariat général fut transformé en partenariat limité¹ et Jones engagea Dick Radcliffe pour le seconder dans ses choix de titres. Par la suite, il engagea également plusieurs autres gérants et leur donna une très grande autonomie dans la gestion de leurs portefeuilles, créant ainsi ce qui fut probablement le premier fonds multi-gérants de l'histoire de la finance. Le plus surprenant est que tous ces développements se firent avec une discrétion quasi totale, presque dans l'ombre de la gestion traditionnelle, et sans soulever d'opposition particulière.

L'âge d'or : 1966 à 1969

Ce n'est qu'en avril 1966 que le succès de Jones fut dévoilé au grand public. Dans un article du journal *Fortune* intitulé « The Jones nobody keeps up with », Carol Loomis révélait comment Jones avait réussi à battre les meilleurs fonds d'investissement, et ce même après avoir prélevé ses 20 % de commission de performance. Sur cinq ans, le meilleur fonds traditionnel (*Fidelity Trend Fund*) était dépassé de 44 %. Sur dix ans, le meilleur fonds traditionnel (*Dreyfus Fund*) était battu de 87 %. Cette suprématie éclatante était entièrement attribuable à la technique de Jones, qui avait permis d'éviter les baisses de marché tout en profitant de ses talents de sélectionneur de titres.

1. Le partenariat limité (*limited partnership*) est une forme de société disponible aux États-Unis et qui s'apparente à la société en commandite. Elle regroupe deux catégories d'associés : les partenaires généraux (commandités) et les partenaires limités (commanditaires). Les premiers fournissent surtout leur travail, leur expérience et leur compétence. Ils administrent et représentent la société, et ont une responsabilité illimitée à l'égard des dettes et des obligations de la société envers les créanciers. Les seconds contribuent au capital et ne sont responsables des dettes de la société que jusqu'à concurrence de leur mise de fonds initiale.