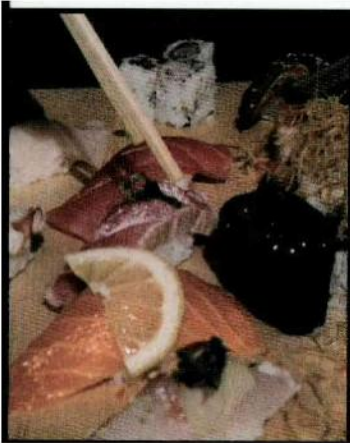


Multigestion alternative & traditionnelle

Deux univers en fusion

Un monde sépare la multigestion des années 80 de celle qui se pratique aujourd'hui. Eric Bissonnier, Partner et CIO Europe & Asia de EIM, évoque les nouveaux défis des fund pickers.



EIM a été fondée d'emblée sur un modèle d'entreprise basé sur la multigestion. Y a-t-il un avantage à ne pas être vous-mêmes des gérants?

Le principe de base de la multigestion est de pouvoir déléguer aux meilleurs dans chaque domaine: ce n'est pas le même métier et cela demande des compétences différentes. Faire les deux à la fois engendrerait des cas de conflits d'intérêts assez évidents du fait du risque de répliation possible de certaines transactions ou méthodes de gestion. Cela d'autant plus que les gérants de hedge funds restent très secrets sur ces dernières, souvent à juste titre.

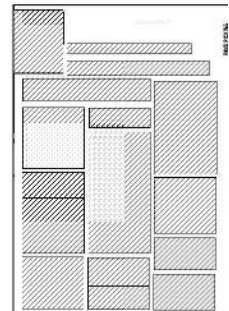
A l'époque où vous avez commencé, les hedge funds étaient très peu nombreux. La sélection devait être très facile... comment cela a-t-il évolué?

Il est clair que lorsque notre actionnaire principal [Arki Busson, n.d.l.r.] a commencé



Eric Bissonnier

en 1986, notre liste comptait 35 gérants et l'univers en comptait peut-être une centaine qui valaient la peine d'être connus: nous ne pouvons pas parler de «sélection». Cela n'avait rien à voir avec ce que nous faisons maintenant! En outre, la clientèle était majoritairement privée, donc plus à même de supporter des gérants plus volatils et moins structurés qu'aujourd'hui, compensés toutefois par des rendements beaucoup plus importants qu'aujourd'hui. Les choses ont évolué, non seulement d'un point de vue clientèle et structure, mais aussi d'un point de vue gestion.



D'où un changement dans les procédés de due diligence...

Il y a des choses qu'on pouvait faire à l'époque qu'on ne peut plus faire maintenant: accepter un certain nombre d'infrastructures très légères, tolérer des raccourcis opérationnels, que ce soit dans la structure du fonds ou dans la relation entre l'administrateur et le fonds, ou toutes autres choses de ce type qui étaient acceptables à l'époque, dirons-nous, car tout était basé sur une relation de confiance. Aujourd'hui, avec l'institutionnalisation de la clientèle, ce n'est plus suffisant: il faut que les gérants soient opérationnellement très structurés et que nous exerçons des contrôles beaucoup plus approfondis sur cette structure opérationnelle, ce qui est un travail assez fastidieux.

Pensez-vous que l'obligation faite aux hedge funds de s'enregistrer auprès de la SEC puisse agir comme une sorte de présélection et vous faciliter le travail?

Pas du tout, cela ne nous dispense pas de faire notre travail: le régulateur agit à un niveau purement administratif, qui n'a aucun rapport avec la qualité du gérant. D'autres exemples de dispositifs réglementaires, comme pour les sociétés cotées, qui subissent des contrôles externes multiples et réguliers, montrent que cela n'empêche pas certaines entreprises de commettre des fraudes. De même, si vous pensez à l'industrie des fonds traditionnels aux Etats-Unis, qui est certainement une des plus réglementées, cela n'a pas empêché une fraude énorme ces dernières années [portant sur des faveurs – «late trading» et «market timing» – accordées par un très grand nombre de fonds US à certains investisseurs privilégiés, au détriment des autres investisseurs, n.d.l.r.]. Disons que cela diminue les chances de faire n'importe quoi – pour ceux qui s'enregistrent –, mais cela ne change rien au travail de base qui est d'identifier des gérants de hedge funds, qui doivent être considérés comme des PME, avec les particularités que cela comporte; la réglementation est certainement une composante, mais pas un élément déterminant.

Alors, à l'inverse, puisque ce sont justement de petites entreprises, cette réglementation ne risque-t-elle pas d'alourdir le travail des gérants au niveau administratif?

Certainement, mais l'industrie s'organise pour y faire face. Si vous prenez l'exemple de

Londres, où les gérants sont depuis toujours réglementés; cela ne les empêche pas de fonctionner, même avec des infrastructures légères, parce qu'un système de *compliance* a été mis en place, qui minimise l'impact sur les gérants. Cependant, il est clair que cela augmente les coûts d'infrastructure et que c'est tout de même contraignant. En outre, le régulateur n'est pas franchement équipé pour suivre ce qui va se passer, que ce soit en termes de connaissances ou simplement de nombre d'agents. Là où cela va certainement avoir un impact sur nous, ce sera en termes de liquidités, parce que les gérants qui ne souhaitent pas s'enregistrer vont introduire un *lock-up* de deux ans [pour échapper à l'enregistrement, n.d.l.r.]. Il y aura une pesée des intérêts à effectuer dans ce cas-là et un énorme travail d'éducation et de formation à faire au niveau de la clientèle.

Combien de gérants parmi ceux chez qui vous investissez se sont-ils enregistrés?

Nous attendons le 1^{er} février pour le savoir, car certains décideront au dernier moment. Pour l'instant, il semble qu'environ un tiers des gérants américains qui n'étaient pas déjà soumis à la réglementation ont décidé de ne pas s'enregistrer.

Vous avez parlé de la réglementation au Royaume-Uni: celle-ci est-elle plus contraignante et permet-elle, par conséquent, d'effectuer un tri plus efficace parmi les gérants, ne serait-ce que dans le domaine des risques opérationnels?

Encore un fois, cela ne les dispense pas d'être mauvais. Cela peut rassurer les investisseurs, mais il s'agit davantage d'une question

d'image de l'industrie que de réelle efficacité. Et tout dépend de ce que l'on entend par «risques opérationnels». Si l'on parle de fraudes, d'accord; mais les fraudes représentent un très faible pourcentage des problèmes que l'on peut rencontrer dans les hedge funds.

Dès qu'un gérant a été associé à une quelconque activité frauduleuse de près ou de loin, il est relativement facile de le savoir en opérant un minimum de *due diligence* – ne serait-ce qu'en consultant les bases de données qui existent depuis longtemps aux Etats-Unis. Contrairement à ce que l'on pourrait penser, le monde de l'alternatif, malgré sa croissance, est plutôt restreint et les nouvelles circulent vite. Pour les autres risques opérationnels, découlant par exemple d'une infrastructure inadéquate par rapport à la stratégie, d'actifs

trop élevés, d'une structure actionnariale inadéquate au niveau de la société de gestion ou d'un mauvais système d'*incentives*, la réglementation n'y change rien.

Il y a de plus en plus de «fund-pickers» comme vous et, à en croire les descriptions classiques des processus de due diligence – visites, entretiens, téléphones –, on ne peut s'empêcher de se demander si cela ne va pas également, à terme, détourner les gérants de leur travail...

Nous avons beaucoup de gérants qui ont une trentaine de clients et qui veulent s'y tenir. Ça, c'est gérable. Ensuite, ils choisissent leurs clients: si vous êtes un institutionnel, du type fonds de pensions ou banque centrale, et que vous êtes là depuis longtemps, il est clair que vous aurez accès au gérant. Mais si vous êtes un client privé et que vous avez 500'000 dollars à investir, il ne faut pas rêver: vous n'aurez accès au gérant qu'exceptionnellement.

Ou pas aux mêmes gérants...

Soit cela, soit vous aurez accès au responsable des relations avec les investisseurs, mais pas au gérant. Nous avons tout de même pas mal de gérants qui exigent 25 millions de dollars d'investissement au minimum; ils nous permettent éventuellement d'investir – je prends un cas extrême – 25 fois un million plutôt qu'une fois 25, grâce au fait que nous sommes là depuis longtemps – et nous ne sommes certainement pas les seuls. Mais il y a clairement une asymétrie. C'est légitime, car autrement, comme vous le dites, ils risqueraient de passer leur temps à gérer les clients. Ce ne sont pas des fonds de placement, ce sont des hedge funds. Nous préférons donc qu'ils passent leur temps à gérer plutôt qu'à parler aux clients.

Que pensez-vous du phénomène des grands gérants de hedge funds qui lancent des fonds long only?

Cela dépend du cadre dans lequel cela se fait.

Mais nous pensons que c'est plutôt une bonne chose. Evidemment, si vous parlez d'un portefeuille *small caps* qui réplique la partie longue d'un portefeuille *long/short*, c'est un problème; mais si vous prenez les cas – beaucoup plus fréquents – de portefeuilles *long* qui répliquent un portefeuille *mid/large caps* et que les conflits d'intérêts sont bien gérés,

**Si vous êtes un client
privé et que vous avez
500'000 dollars
à investir, il ne faut pas
rêver: vous n'aurez
accès au gérant
qu'exceptionnellement.**

c'est plutôt bon. Car avec des fonds qui sont, par définition, affranchis des *tracking-errors* et des *benchmarks* – ce qui est tout de même plutôt un bon principe lorsque l'on cherche à obtenir des rendements absolus avec du traditionnel –, ce phénomène ouvre des perspectives intéressantes pour les investisseurs et permet aux entreprises de hedge funds de se stabiliser. Dans tous les cas, c'est quelque chose que nous suivons de très près.

Dans quel sens cela permet-il aux hedge funds de se stabiliser?

Cela leur permet d'avoir une base d'actifs qui est plus stable et plus facile à maîtriser, car les positions long sont tout de même beaucoup plus liquides et moins dangeuses que les short. La clientèle est aussi plus variée.

Cela est peut-être le cas globalement pour une boutique, mais pour le fonds long/short...

Oui, mais nous n'investissons pas que dans un portefeuille, nous investissons avant tout dans une entreprise qui est capable de gérer ce portefeuille. Donc s'il y a une pérennité économique garantie par une activité bien équilibrée, c'est une bonne chose pour nous.

Investissez-vous dans ces fonds long only?

Pour notre activité multi-gestion traditionnelle, oui. C'est du moins une direction que nous prenons. Pour nous différencier, nous effectuons aussi beaucoup d'investissements de niche, qui nous permettent d'utiliser nos capacités de diversification stratégique – en fait, tout ce que nous avons appris avec l'alternatif. Cela fait 10 ans que nous faisons du multigérant traditionnel, ce qui nous a permis de construire une expertise. Donc,

pour nous, de faire des portefeuilles multigérants avec ces gérants-là, c'est assez naturel. Et cela fait clairement partie de nos axes de croissance.

Lorsque vous dites que c'est naturel, est-ce parce que vous pensez que la crème des gérants est plutôt à chercher du côté des gérants de hedge funds, ou simplement parce que ce sont des gens que vous connaissez bien depuis longtemps et que vous leur faites confiance?

Nous avons 60 gérants traditionnels dans nos portefeuilles qui ne sont pas des gérants de hedge funds. Par contre, si l'on prend les produits que nous voulons mettre en place et qui sont certainement l'avenir du long only – soit sans contraintes de *tracking error* et sans *benchmark*, mais *absolute return* –, il n'y a personne qui soit plus capable de le faire qu'un gérant de hedge funds. Ceci, pour autant qu'il soit bon, évidemment, ce qui est une autre histoire...

J'aimerais revenir aux conflits d'intérêts que vous avez mentionnés. A quel type de conflits d'intérêts faisiez-vous allusion?

A des choses très classiques, lorsque vous gérez plusieurs portefeuilles, comme le *front-dealing*, et l'allocation de *trades*, etc. Lorsque vous faites une transaction, si elle ne marche pas bien, vous la mettez dans un compte, si elle marche bien, vous la mettez dans un autre, soit celui dans lequel vous êtes le mieux payé. La réglementation diminue beaucoup ces risques-là.

Auquel cas, il vaudrait mieux être dans la partie hedge...

Cela dépend des commissions et de la clientèle. Ceci dit, contrairement aux fonds mutuels, je vois mal un hedge fund – même si les hedge funds vivent de conflits d'intérêts – qui lance un fonds *long only* se risquer à allouer des *trades* qui ne marchent pas bien à ce fonds, car il risque de perdre la confiance des investisseurs et, ce, sur toute son activité. Et les hedge funds sont clairement impliqués dans des *trades* où il peut y avoir des conflits d'intérêts, donc si nous ne pouvons pas faire confiance au gérant, nous sortons: il y a tellement de gérants!

Lorsqu'un gérant de hedge fund lance un fonds long only, quelle est la structure ty-

pique des commissions?

Typiquement, la commission de gestion se situe entre 1 et 1.5%, plus – dans la grande majorité des cas – une commission de performance, calculée en fonction d'un taux hors risque ou de la valeur nette d'inventaire, bien sûr toujours sur la base d'un *high watermark*. Mais ce qui compte, à la fin de la journée, c'est la performance nette.

Et dans une entreprise comme la vôtre: quel effet cela fait-il de faire se côtoyer deux équipes, l'une dédiée à la gestion traditionnelle, l'autre à la gestion alternative, votre activité de base? L'équipe dédiée à la gestion traditionnelle n'est-elle pas un peu le parent pauvre, et le domaine du long only ne vous paraît-il pas fade en comparaison des hedge funds?

Cela dépend de la passion qu'on y met. Evidemment, pour ma part, ces dernières années ont été consacrées à l'alternatif, et je suis passionné par ce domaine, tout en étant fasciné par les développements en cours dans la gestion traditionnelle, ou encore l'ouverture et la diversité possibles en termes d'investissements dès que l'on s'affranchit des contraintes traditionnelles – *benchmarks* et *tracking-error*. Et, en l'occurrence, dans notre équipe traditionnelle, il y a des gens passionnés et qui ont la même volonté de réussir que celle que nous avons dans l'alternatif. Ceci dit, il est clair que, chez nous, 90 à 95% des actifs sont gérés en alternatif; mais je crois que nous sommes dans une dynamique qui est beaucoup plus cohérente et beaucoup plus valorisante – pour nous aussi bien que pour les investisseurs – dans le domaine du *long only*. Les institutionnels, surtout les caisses de pensions ou les institutions qui ont besoin d'atteindre des rendements absolus, ont compris très clairement que ce n'était pas avec des indices qu'ils allaient atteindre ces rendements. Donc il faut trouver une approche qui soit plus large, et pour nous, cette approche ne passe pas que par l'alternatif. Suivant les marchés et suivant les caractéristiques des clients, il faut être capable d'utiliser l'alternatif et le traditionnel ensemble. Le *long only* et l'alternatif vont fusionner: ce qui est important, c'est la manière dont les deux sont mis ensemble et le choix de la méthode d'investissement la plus attractive, et ce, en fonction de différents environnements et cycles. Pour moi, il n'y a pas de concurrence entre les deux, pas plus qu'il n'y a de parent

pauvre. C'est la fusion des deux qui va, à l'avenir, faire la différence avec ceux qui se cantonnent uniquement à l'un ou l'autre.

A l'inverse, pourquoi faire des hedge funds – avec 4 ou 5% de performance – lorsque les bonds US rapportent 4.5% par an?

La réponse est dans la question. Clairement, si tout ce que l'alternatif peut proposer au cours des prochaines années, c'est le cash + 30 points de base, nous n'avons pas d'avenir. Mais si vous prenez ces 12 derniers mois, de septembre à septembre, la performance a été autour de 8 à 10%, et pour l'année calendaire, ce sera de l'ordre de 5 à 6%, ce qui, il est vrai, n'est pas très excitant. Et si, dans les deux ou trois années qui viennent, alors que le traditionnel va bien, en particulier les actions, l'alternatif continue à produire des rendements de 5% par an, clairement il y aura des problèmes. Mais je ne pense pas que ce soit une situation que l'on puisse considérer comme établie: à long terme, on devrait revenir à nos LIBOR + 300 à 600 points de base, soit 7 à 10%, surtout au vu de l'évolution de l'économie et des marchés, des risques qui sont en train de s'accumuler et d'un certain nombre de développements qui peuvent être très intéressants pour l'alternatif...

Pour autant qu'il soit bien appliqué. Vous avez dit récemment que ce qui manquait était plutôt l'argent à investir que les gérants de qualité, alors que quelqu'un comme Jim Rogers (le co-fondateur de Quantum, avec George Soros) dit qu'il ne peut pas y avoir autant de cerveaux brillants dans le monde que de gérants de hedge funds...

Oui, c'est clair. Disons que sur 8'000 gérants, nous investissons dans 160 et en suivons environ 300. Sur toute la planète, si vous avez 30 professionnels qui cherchent des gérants partout sur la planète tous les jours, vous allez forcément en trouver des bons – et il n'est pas nécessaire d'en avoir 8'000. D'ailleurs, c'est plutôt bien qu'il y en ait autant, dont beau-

coup de médiocres, quelques moyens et peu qui sont bons, parce que les bons ont encore plus de chances de faire de l'argent. Les autres créent des opportunités. Par exemple, les gérants qui sont en retard, et qui utilisent les informations des brokers, peuvent générer des *momentum* très intéressants sur certains titres et permettre aux gérants plus doués, et qui sont en avance, de profiter de performances exceptionnelles. En revanche, sur certaines stratégies, par exemple celles qui misent sur les différentiels (*spreads*) – du type arbitrage de fusions ou de convertibles, ou arbitrage statistique de base –, ce n'est pas le cas: les inefficiences sont plus rares, donc il est plus difficile de faire de l'argent avec de l'alpha. Il faut prendre plus de bêta – ou du bêta alternatif, par exemple du spread de crédit, de la volatilité – et non plus de l'alpha pur, à moins d'utiliser des leviers complètement démesurés.

Quid de la publicité faite par les mauvais gérants? Si les investisseurs suivent les indices...

C'est un mal nécessaire. C'est la même chose dans l'industrie traditionnelle. Même dans les large caps suisses, il y a des entreprises qui sont mal gérées: est-ce que ça discrédite l'ensemble du marché?

La différence est qu'il est plus difficile de s'approcher des hedge funds?

Je n'en suis pas persuadé. Pour preuve, les gros problèmes récemment survenus sur les actions – que ce soit des problèmes de fraude ou de mauvais management – n'ont pas été identifiés. Si des dizaines d'analystes bien formés et qui se disent indépendants n'ont pas identifié ces problèmes d'entreprises, que ce soit en Suisse ou ailleurs, c'est bien qu'il y a une asymétrie dans l'information. Pour moi, il est plus facile de comprendre des hedge funds, parce que ce sont de petites entreprises, que, par exemple, Vivendi, Worldcom, Swissair ou une grande banque. Essayez de comprendre ce qui se passe dans une grande banque: c'est un hedge fund leveragé, très bien géré, mais aucun investisseur ne peut comprendre exactement comment il fonctionne. Nous sommes tous des passagers, dans ces cas-là. Tandis qu'avec un hedge fund, si vous faites le travail, vous pouvez rencontrer la personne, voir quels sont ses processus, voir son portefeuille et sa

**Le long only et
l'alternatif vont fusion-
ner. Et c'est la manière
de les fusionner qui va
faire la différence.**

performance, vous entretenir avec son administrateur: vous pouvez vraiment comprendre ce qu'il est et ce qu'il fait. Honnêtement, ce qui fait le plus de tort à l'industrie, ce sont les affaires de fraude pure, type Bayou, ou des histoires comme Kensington *[soit le fonds phare de Citadel Investment Group, Kensington Global Strategies, n.d.l.r.]*, qui a récemment interdit aux investisseurs de sortir plus de 3% de leurs actifs: voilà qui est plus ennuyeux que des gérants qui ont des performances médiocres dans des marchés qui sont très haussiers. Ceci dit, pour un investisseur institutionnel qui sait pourquoi l'alternatif est dans son portefeuille et qui comprend que, dans certaines circonstances, il est difficile de faire de l'argent et qu'à long terme il n'est pas très ingénieux d'avoir 100% de son portefeuille dans les actions suisses (surtout si on veut payer des retraites), 2005 a beau ne pas être une bonne année, la fonction de l'alternatif reste présente. Par contre, il nous revient, comme professionnels de l'alternatif, d'être très transparents et très clairs sur les raisons pour lesquelles il y a de l'alternatif dans un portefeuille: si nous essayons de vendre cela comme un moyen de générer une surperformance agressive en toutes circonstances, là, les clients seront déçus et ils le resteront jusqu'à la nuit des temps, parce que ce n'est pas ça, l'alternatif.

Propos recueillis par Indira Tasan
