

## **Hedge funds : Sommes-nous payés pour leur illiquidité ?**

Le manque de liquidité de certains hedge funds fait peur. Un investisseur doit se demander si cette restriction est justifiable et savoir s'il est récompensé pour l'immobilisation temporaire de son capital. Ces questions sont d'autant plus importantes qu'aujourd'hui, la liquidité des hedge funds tend à diminuer. En effet, nous assistons à l'émergence de nouveaux gérants utilisant des stratégies, assez proche du *Private Equity*, impliquant le maintien de leurs investissements pendant un laps de temps étendu.

Cette tendance se retrouve aussi chez des gérants vétérans qui doivent également s'adapter à ces nouvelles niches d'opportunités et se prémunir de certaines conséquences néfastes dues à l'apparition d'une clientèle sanctionnant rapidement les mauvaises performances à court terme. Dans cet article, nous démontrons que l'illiquidité des hedge funds peut se justifier d'un point de vue économique et est souvent essentiel pour la pérennité de leur business.

Par principe, un hedge fund ne peut se permettre d'investir dans des actifs dont le temps moyen nécessaire à leur liquidation serait plus important que la période de rédemption du fond. De plus, certaines stratégies, notamment les activistes, crédits ou *event driven*, qui tablent sur des catalyses à un horizon plus ou moins lointain, doivent imposer une liquidité adéquate pour avoir le temps de générer de la performance. Une trop grande liquidité conférée par ces gérants serait un danger pour l'investisseur. Prenons l'exemple d'un gérant n'ayant accès qu'à 3 ou 4 opportunités d'investissement par année et supposons que son talent lui permette de choisir celles qui sont fortement profitables dans plus de 70% des cas. Ce gérant aura besoin de plus d'une année pour démontrer ses qualités. Une gestion des rédemptions grâce à une liquidité adéquate lui permettra, entre autres, de limiter la fuite de capital due à une réaction émotive suite à de mauvaises performances à court terme et générer ainsi la surperformance promise à ses investisseur.

Les exemples ci-dessus sont des indices, de la nécessité et des avantages que peut apporter une liquidité adéquate dictée par la stratégie mise en place par un fonds. Afin de vérifier si ces raisons qualitatives se concrétisent effectivement en une prime de liquidité, nous avons procédé à une étude quantitative comparant les retours moyens historiques des hedge funds liquides et illiquides. Nous avons tout d'abord construit une base de donnée représentative de l'univers des hedge funds existants ou ayant existé au cours des dix dernières années. Pour ce faire, nous avons agrégé (en éliminant les doublons) les fonds de 6 bases de données commerciales. Tous les fonds Multi-Stratégies et CTAs ont été retirés, car dans le groupe des premiers, les bases de données incluent souvent les fonds de fonds et l'inclusion des deuxièmes biaiserait l'analyse. En effet, de par leur stratégie les CTA ne vont se retrouver que dans l'ensemble des fonds liquides. La dernière contrainte est que chaque fond étudié ait plus de 24 mois d'existence entre janvier 1997 et septembre 2006. A l'aide de ces données, nous avons construit deux univers de travail représentant les deux extrêmes de liquidité:

- L'ensemble des fonds ayant une liquidité annuelle (354 fonds)
- L'ensemble des fonds ayant une liquidité mensuelle (1800 fonds)

Le tableau ci-dessous représente la performance annuelle moyenne de ces deux groupes de hedge funds entre janvier 1997 et septembre 2006. Ces résultats montrent que les fonds illiquides ont une performance supérieure d'environ 2% par an comparé aux fonds liquides. Cette prime a été observée historiquement pour toutes les années dans lesquelles la liquidité des marchés était bonne. Quatre années font exception : en 1998 et 2002 les fonds liquides surperforment grâce à la crise de liquidité engendrée par le défaut de la dette russe et les faillites de Enron et de WorldCom. Quant à 2005 et

2006, la surperformance moyenne des fonds liquides est due à un biais de l'analyse qui sera expliqué et corrigé ci-dessous.

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	MOYENNE
<b>Moyelle Anuelle des fonds illiquide</b>	26.5%	5.4%	33.4%	15.3%	11.8%	-0.4%	22.1%	12.3%	8.4%	8.2%	14.3%
Nombre de fonds illiquide	122	141	161	196	229	274	302	314	314	288	
<b>Moyelle Anuelle des fonds liquide</b>	20.7%	9.5%	26.1%	15.0%	7.1%	3.2%	14.6%	7.4%	9.7%	8.8%	12.2%
Nombre de fonds liquide	244	323	446	597	776	1051	1346	1586	1714	1528	
<b>Prime de Liquidité</b>	5.8%	-4.2%	7.3%	0.3%	4.7%	-3.5%	7.4%	4.9%	-1.4%	-0.6%	2.1%

Au moins trois sources différentes peuvent expliquer cette surperformance de 2% :

1. la liquidité
2. la différence de distribution des stratégies dans les deux groupes. Par exemple, le groupe des fonds illiquides contient une part plus importante de fonds Credit.
3. l'expérience (i.e. l'âge moyen des fonds dans les deux groupes d'études n'est pas similaire) qui sera négligée dans cette étude car le biais de survivance des bases de données ainsi que les 24 mois d'existence exigés atténue la dispersion entre les gérants.

La deuxième prime peut être assimilée à la prime de liquidité : comme expliqué plus haut, certaines stratégies doivent imposer une liquidité faible pour refléter l'illiquidité des actifs dans lesquels elles investissent. Dans ce cas, la prime de stratégie est donc liée à la prime de liquidité.

Pour comprendre les résultats contradictoires de 2005 et 2006, nous devons affiner notre étude. La différence de distribution des retours annuels et du nombre de fonds entre nos deux univers pouvant biaiser la moyenne, nous avons conduit le même exercice en comparant la performance annuelle moyenne de chaque quartile de la distribution (i.e. nous avons classifié les fonds par leur retour annuel et divisé chaque univers en quatre sous groupes de taille égale). Ces résultats confirment, y compris dans les années 2005 et 2006, la surperformance à long terme des hedge funds ayant une liquidité annuelle comparée à ceux ayant une liquidité mensuelle.

En conclusion, les méthodes utilisées ci-dessus nous ont permis de démontrer, sur la base de notre échantillonnage, que le risque supplémentaire résultant de l'investissement dans des hedge funds illiquides est rémunéré par une prime d'environ 2% annuelle par rapport aux hedge funds les plus liquides. De plus, le délai supplémentaire de rédemption accordé par l'investisseur permet au gérant de s'assurer une base stable de capitaux nécessaires à l'extraction de l'alpha disponible dans les marchés de niche.

Dr Fabrice Dusonchet, Analyste Quantitatif, E.I.M. S.A.