

## QUEL FUTUR POUR LA GESTION ALTERNATIVE ?

L'avenir de la gestion alternative ne se regarde plus comme une évolution de son proche passé. Le cadre futur, qui se dessine maintenant, définira une réglementation plus exigeante, des obligations de *due diligence* par les investisseurs plus pertinentes et la démonstration d'une gouvernance indépendante et compétente. Pour l'intérêt de la place de Paris.

Au cours des deux dernières décennies, et au moins jusqu'à la récente crise financière qui affecte toutes les gestions d'actifs, la place des *hedge funds* s'est largement accrue. Les chiffres sont tous concordants : les flux d'investissement en direction des fonds alternatifs sont toujours plus importants et leur impact sur les marchés est toujours plus fort<sup>(1)</sup>.

À titre d'illustration, la *Revue de la stabilité financière* d'avril 2007<sup>(2)</sup> présente quelques données intéressantes du Hedge Fund Intelligence : « À la fin du troisième trimestre 2006, 9228 fonds géraient quelque 1400 milliards de dollars, soit une croissance annualisée de leurs actifs de 19% depuis 2000. Plus de 1000 milliards sont aux mains de fonds américains, 325 milliards sont gérés en Europe et 115 milliards en Asie. » En outre, les *hedge funds* représentent environ 30% du volume des transactions sur les actions aux États-Unis. L'un d'entre eux, SAC Capital, pèserait jusqu'à 3% du volume moyen des tran-

sactions journalières du NYSE et 1% du volume quotidien du Nasdaq<sup>(3)</sup>.

### UN CARACTÈRE PROCYCLIQUE

Cette dynamique a été violemment stoppée au second semestre 2008 par les conséquences de la crise économique et financière. En France, l'essor de la gestion alternative est temporairement mis entre parenthèses, malgré des performances surpassant celles de la gestion classique. Force est de constater que la gestion alternative, avec son recours au crédit et l'importance de son trading, a une nature procyclique. Les conditions exceptionnelles de cette dernière décennie (intérêts peu élevés, liquidité abondante et prime à la prise de risque) ont fourni un terreau à son développement. L'analyse des dix-huit derniers mois permet de comprendre comment ce caractère procyclique, renforcé par des règles prudentielles bancaires et un dispositif comptable établi sur la valeur de marché qui se révèle désastreux, a été accé-



### BERTRAND GIBEAU,

Associé-Directeur du développement de Reinhold & Partners. Préalablement chargé de mission à l'AFG durant quatre ans, il a piloté de nombreux projets visant à favoriser le développement de l'industrie française de la gestion, en particulier la gestion alternative. Il a notamment participé au groupe de travail sur la multigestion alternative de l'AMF. En 2008, il a assuré le suivi des projets initiés par le Trésor, visant à améliorer la compétitivité de la réglementation française (*gates, sidepockets*, refonte des OPCVM contractuels...) et a supervisé différents dossiers englobant l'ensemble des métiers de la gestion (refonte de la classification monétaire, valorisation d'actifs illiquides, FCT...).

Diplômé de Paris IX-Dauphine (DESS gestion des organismes financiers et bancaires), Bertrand Gibeau a commencé sa carrière au Crédit Agricole Indosuez comme analyste risques de crédit avant de devenir risk manager adjoint de Dexia Securities.

léré par le comportement des investisseurs, des régulateurs et des prestataires de services financiers.

Tout d'abord, l'intensité de la crise financière a conduit les investisseurs à se dégager rapidement de l'ensemble des classes d'actifs risquées pour placer leurs liquidités sur des produits à risque faible. Les rachats ont été importants sur les fonds alternatifs comme sur d'autres produits (baisse d'encours de 40% pour les fonds de fonds, à comparer aux baisses de 43% des fonds actions, de 27% pour les fonds diversifiés et de 19% pour les fonds « obligataire international », selon les statistiques à fin décembre 2008 de l'AFG).

### FEU LE MYTHE DE LA PERFORMANCE ABSOLUE

De plus, certains investisseurs ont pu être déçus par les performances des fonds de gestion alternative. Moins négatives que celles des fonds directionnels actions, elles sont toutefois négatives pour la majorité des stratégies comme le souligne une récente étude de l'Edhec<sup>(4)</sup>. Cette déception est d'autant plus forte que le mythe de la performance absolue (compris comme « toujours positive » plutôt que « non benchmarkée ») est largement ancré chez les investisseurs. Pourtant, les stratégies de gestion alternative peuvent présenter des rendements aussi bien positifs que négatifs, comme le souligne l'AIMA<sup>(5)</sup> (Alternative Investment Management Association) et l'Edhec. C'est

également ce que certains investisseurs moins avertis – ou moins bien conseillés – ont découvert à la faveur de la crise.

Enfin, il faut noter qu'une fraction non négligeable des investisseurs a été pour le moins surprise que le régulateur modifie – à bon escient, selon nous – les règles de fonctionnement de certains fonds de fonds alternatifs français. Ces réformes souhaitées de longue date par les gérants<sup>(6)</sup>, si elles permettent à la gestion alternative, et à la gestion dans son ensemble, de se conformer aux meilleures pratiques internationales, ont également montré que la réglementation française pouvait être « fluctuante ». Cela conduit à une incertitude réglementaire guère appréciée par les investisseurs. Il s'agit pourtant de mécanismes *in fine* protecteurs pour les investisseurs, qui n'en perçoivent pas toujours la rationalité et les subissent sans vraiment toujours comprendre les différents enjeux.

### ÉMERGENCE D'UN NOUVEAU MODÈLE DE GESTION

L'horizon de la gestion alternative n'est cependant pas aussi sombre qu'il y paraît. Mais ces activités ne pourront continuer à se développer en France qu'en acceptant un nouveau paradigme, nécessitant sans doute d'améliorer la corporate governance des sociétés de gestion.

D'ailleurs, depuis le milieu des années 2000, un nouveau paradigme en gestion d'actif semble

émerger : celui de la séparation de l'alpha et du bêta. De plus en plus, les investisseurs – et en particulier les institutionnels – ont mis en place des approches de type « core-satellite » visant plus ou moins explicitement à capter, de façon séparée, la performance des marchés financiers ( $\beta$ ) et une surperformance liée à des stratégies alternatives et décorrélées ( $\alpha$ )<sup>(7)</sup>. Le développement de produits benchmarkés à faibles frais d'un côté, et l'émergence de gérants capables de travailler avec des moteurs de performance alternatifs, de l'autre, permet aux investisseurs de gérer de façon optimale leur allocation d'actifs, notamment en termes de coûts. La crise financière, parce qu'elle va nécessairement remodeler le visage de la gestion d'actifs en France et dans le monde, va conduire à la mise en place d'un nouveau paradigme. On peut faire un parallèle entre cette crise et les « révolutions scientifiques<sup>(8)</sup> » de Thomas Kuhn – crises ou ruptures – qui mettent en échec le cadre en place et conduisent au passage d'un paradigme à un autre. Deux approches qui étaient autrefois opposées sont donc en train de se lier, celle du benchmark et celle de la performance absolue (*i.e.* : non benchmarkée, mais pas nécessairement toujours positive)<sup>(9)</sup>.

Dans ce contexte, les sociétés de gestion devront sans doute se restructurer selon deux axes : le « free bêta » et le « high alpha »<sup>(10)</sup>. Le premier compartiment étant occupé par les ETF, jugés trans-

## Le développement de produits benchmarkés à faibles frais, d'un côté, et l'émergence de gérants capables de travailler avec des moteurs de performance alternatifs, de l'autre, permet aux investisseurs de gérer de façon optimale leur allocation d'actifs, notamment en termes de coûts.

parents, sûrs et peu onéreux par les investisseurs et qui bénéficieraient d'importantes innovations (indices de stratégies<sup>(11)</sup> ou « discrétionnaires »). Gageons que le « high alpha » sera l'apanage des gérants alternatifs capables de proposer des stratégies décorrélées, avec des actifs – financiers ou non financiers – innovants (infrastructures, climat, arts, loans...). La France a sans nul doute un rôle à jouer dans l'essor de ce type de produits avec des gérants talentueux et des enveloppes juridiques adaptées à ce type de gestion<sup>(12)</sup>.

De nombreux fonds de pension américains ont déjà adopté cette approche séparée (50 % des fonds de pension américains, selon une étude de JP Morgan citée par Bain & Company). Les institutionnels sont prêts à redéployer les sommes « économisées » pour l'exposition bêta vers des stratégies qui génèrent réellement de l'alpha, et si possible de façon récurrente. Cette tendance, clairement identifiée à l'international (PGGM, Pension Funds Association, etc.), commence à percer en France : le 26 juin 2008, à l'occasion d'une rencontre avec les gérants, le Fonds de réserve pour les retraites (FRR) a annoncé vouloir renforcer la gestion passive à moindre coût et concentrer la gestion active sur les segments et les processus les plus générateurs de performance<sup>(13)</sup>.

Mais l'intérêt de la gestion alternative ne s'arrête au passage d'un modèle d'allocation à un autre. Elle présente un réel inté-

► rêt pour les investisseurs, en particulier institutionnels, pour leur gestion actif-passif (ALM). Si de nombreuses études montrent l'intérêt de la gestion alternative comme stratégie permettant d'améliorer le couple rentabilité-risque de l'investisseur, il est également démontré que les stratégies de gestion alternatives trouvent toute leur place dans une gestion actif-passif pour les investisseurs de long terme, qui ont des contraintes en termes de passif<sup>(14)</sup>. Cela provient des bénéfices de diversification procurés par les fonds alternatifs et résultant d'un comportement intéressant sur les queues de distribution, et donc sur les risques extrêmes des portefeuilles d'actions et d'obligations. Les risques de déficit extrême de l'actif par rapport au passif seraient réduits de plus de 30% en introduisant seulement 15% de fonds alternatifs. L'Edhec montre aussi dans le cas de passif plus courts (assurance vie) la réduction des risques extrêmes<sup>(15)</sup>. Enfin, une dernière preuve de l'intérêt de la gestion alternative se mesure à la rapidité du mouvement de convergence entre les techniques de gestion « traditionnelles » (*long only*) et les techniques de gestion alternatives<sup>(16)</sup>, qui se constate également au niveau des classes d'actifs utilisées. Les gérants « traditionnels » utilisent de plus en plus des classes d'actifs généralement considérées comme alternatives (*commodities*), mais on note également que

les gérants alternatifs se positionnent sur les classes d'actifs traditionnelles<sup>(17)</sup>.

### LES MAÎTRES MOTS : SÉCURITÉ, TRANSPARENCE... ET GOUVERNANCE

Il reste donc à favoriser en France une large émergence de la gestion alternative, alors que nous sommes dans l'immédiat dans une situation de crise et que les gouvernements et les régulateurs s'emploient à définir les voies de sortie. Il serait alors naïf, ou criminel, de ne pas anticiper l'avenir dès maintenant. C'est sans doute la fin d'un monde, mais sûrement pas la fin du monde. Déjà, les indices montrent que la gestion alternative semble avoir pris une certaine mesure de la crise et trouvé de nouveaux moteurs de performance<sup>(18)</sup>. Il est sans doute trop tôt pour annoncer une normalisation des marchés, mais il est urgent de s'interroger sur le niveau de sécurité de la réglementation française, sa transparence et son respect des meilleurs standards internationaux, ainsi que sur le niveau de gouvernance des sociétés de gestion et des OPCVM français.

« Sécurité », « transparence », ces termes sont actuellement au cœur de tous les discours traitant de la finance ou de la moralisation du capitalisme. Pourtant, un thème majeur n'est pas abordé : celui de la gouvernance. Or, c'est un point sur lequel la réglementation française doit s'améliorer. Il est incontournable, et figure en bonne place dans tous les projets

**Pour redonner confiance aux investisseurs dans les fonds français, il faudra sans doute inclure des administrateurs indépendants, chargés contractuellement de contrôler que les décisions « stratégiques » des gérants ne sont pas contraires aux intérêts des investisseurs ou aux meilleures pratiques de la profession.**

et recommandations de l'évolution des réglementations. Contrairement à d'autres pays parfois considérés comme des « paradis » réglementaires, la France n'est pas toujours un exemple en matière de gouvernance pour les fonds, en particulier les FCP : rares sont les pays où le gérant représente à lui seul les intérêts des investisseurs, où il est responsable de la valorisation et peut donc changer les prix des actifs, etc., ce que peut faire le gérant d'un FCP français. En outre, il est recommandé au gérant de ne pas investir substantiellement dans ses propres produits... Notons que ces pratiques sont contraires aux best practices édictées par les grandes associations professionnelles (AIMA, MFA, HFSG...), qui recommandent que chaque fonds soit « gouverné » par des administrateurs indépendants et capables de veiller à l'intérêt des investisseurs et qui doivent prendre certaines décisions « stratégiques », avec un réel risque juridique pour eux.

Pour redonner confiance aux investisseurs dans les fonds français, il faudra sans doute trouver des solutions pour inclure des administrateurs indépendants, chargés contractuellement de contrôler que certaines décisions « stratégiques » des gérants ne sont pas contraires aux intérêts des investisseurs ou aux meilleures pratiques de la profession. Cela passe par la mise en place de structures et procédures nouvelles au sein des sociétés de gestion (création d'un comité de « surveillance » ou de « supervision » composé d'administrateurs

compétents et indépendants, par exemple).

La quasi-absence de marché n'est pas sans conséquence pour le succès de la place de Paris. En effet, la gestion alternative est une activité à la portée de structures entrepreneuriales, mais un marché trop difficile rebute et incite les entrepreneurs à chercher un cadre plus favorable. De fait, certains individus ou équipes talentueux s'expatrient pour développer leur projet d'entreprise. Il s'agit aussi d'un ensemble de services à forte valeur ajoutée au côté des sociétés de gestion (valorisateurs, prime brokers, conseils, avocats, auditeurs...) et de métiers demandeurs d'une main-d'œuvre qualifiée.

L'enjeu économique pour la

place de Paris est majeur. La gestion génère directement et indirectement 70 000 emplois. En moyenne, une création de poste dans une société de gestion entraîne quatre créations de poste dans l'écosystème de la gestion<sup>(19)</sup>. Et ce ratio est sans nul doute encore plus élevé dans la gestion alternative, d'où la nécessité de l'aider à se développer. ■

(1) Selon les estimations de Hedge Fund Research (HFR), de 610 fonds gérant 39 milliards de dollars d'actifs en 1990, on est passé à 3 873 fonds et 490 milliards de dollars gérés dix ans plus tard.

(2) Banque de France, Revue de la stabilité financière, numéro spécial « Hedge funds », n° 10, avril 2007

(3) US Securities & Exchange Commission, Testimony concerning the regulation of hedge funds et M. Vickers, « The most powerful trader on Wall Street you've never heard of », Business Week, 21 juillet 2003.

(4) Voir la publication de l'Edhec, Hedge

Funds performance in 2008, Véronique le Sourd, février 2009.

(5) Voir la publication de l'AIMA « Roadmap to hedge funds », novembre 2008.

(6) Voir rapport sur l'« Évaluation du cadre de régulation de la multigestion alternative en France et les voies envisageables de son amélioration », à la suite du groupe de travail constitué par l'AMF en 2007 et présidé par Philippe Adhémar, septembre 2007.

(7) Voir étude Create Research & KPMG International, 2007.

(8) T. S. Kuhn, La Structure des révolutions scientifiques, Paris, Flammarion, 1983.

(9) On peut citer Kevin Parker, Head of Deutsche Asset Management, lorsqu'il précise qu'il y a « d'un côté les ETF et de l'autre Blackstone et les Hedge Funds [...] Bientôt le monde sera séparé en deux entre les stratégies passives et les stratégies alternatives. Tout ce qui reste au milieu est une espèce en danger ».

(10) Voir Jean-François Bay, « Se restructurer ou disparaître », Multiratings, 26 janvier 2009, [financefactory.fr](http://financefactory.fr)

(11) Indices qui pondèrent les valeurs en fonction de différents ratios ou données financières (gearing, free cash-flow...) à la place de la capi-pondération, par exemple.

(12) Tout particulièrement les OPCVM contractuels dans leur version post-ordonnance n° 2008-1081 d'octobre 2008.

(13) L'Agefi, 26 juin 2008.

(14) Voir particulièrement Lionel Martellini, Véronique Le Sourd, Volker Ziemann, La place des fonds alternatifs en gestion actif-passif, Edhec Risk And Asset Management Research Centre, 2007.

(15) Les bénéfiques en termes de gestion des risques liés à l'introduction des fonds alternatifs sont spectaculaires. Si l'on considère, par exemple, une allocation égale à 25% en actions, 50% en obligations nominales et 25% en obligations indexées, l'introduction de 15% de fonds alternatifs dans chacune des classes considérées (en fait uniquement dans les actions et obligations nominales) se traduit par une baisse de près de 40% de la probabilité d'un déficit (qui passe ainsi de 15,85% à 11,45%) et par une baisse de près de 130% de la probabilité d'un déficit extrême (qui passe ainsi de 1,16% à 0,51%).

(16) Voir par exemple Convergence and divergence : New forces shaping the investment universe, Create & KPMG, 2008.

(17) Lire à ce sujet le Financial Times Fund Management du 23 février 2009, Steve Johnson.

(18) Au 20 février 2009, seuls trois des douze indices Europerformance famille « Fonds alternatifs » présentaient depuis le début l'année une performance négative.

(19) Les emplois dans la gestion pour compte de tiers, AFG, septembre 2008.



## COMMUNIQUER AVEC LES MARCHÉS FINANCIERS, UN ENJEU STRATÉGIQUE POUR UNE SOCIÉTÉ COTÉE

L'observatoire de la communication financière a élaboré ce guide pour amener les dirigeants à s'interroger sur les enjeux de leurs relations avec les marchés financiers et participer au rayonnement de la Place de Paris.

Guide gratuit, disponible en français et anglais

- sur les sites de l'OCF, du Cliff, de PricewaterhouseCoopers et de la Sfaf,
- auprès de Sophie Cafiot [scafiot@sfaf.com](mailto:scafiot@sfaf.com) - 01 56 43 43 24.