


**GESTION ALTERNATIVE
HEDGE FUNDS: MODE D'EMPLOI**

ALTERNATIVE VERMÖGENSVERWALTUNG
HEDGE-FONDS: GEWUSST WIE





Près de 7000 fonds dans le monde gérant globalement bientôt un trillion de francs suisses. Une croissance inquiétante pour certains, qu'un début pour d'autres. Le point sur l'univers fascinant et en pleine évolution des hedge funds: historique et méthodologie d'investissement.

Dans les années 80, l'industrie des hedge funds en était à ses balbutiements. Quelque 250-300 managers – essentiellement des gérants macro – étaient montrés du doigt comme apprentis sorciers par les milieux encore très feutrés de la gestion de fortune. Normal, viser une performance absolue pour ses clients et être rémunéré en fonction relevait de l'hérésie dans un monde traditionnellement voué aux courtages et aux dépôts fiduciaires. Quelque quinze ans plus tard, les hedge funds se sont imposés comme une classe d'actifs à part entière. Une croissance fulgurante de plus de 1500% des actifs gérés, une répartition de cette masse dans une quinzaine de stratégies avec plus ou moins de directionalité et une réglementation adaptée à la complexité de la matière. Après deux années difficiles en 1994 et 1998, les hedge funds ont connu leur véritable heure de gloire dès 2000, résistant héroïquement à la descente aux enfers des marchés boursiers. A tel point que leurs détracteurs ont cédé à l'engouement général, s'improvisant même en chantres de leur promotion.

DES GAMMES DE PRODUITS ADAPTÉS

En 1990, le choix était limité. La diversification n'existait qu'au travers de l'approche macro des single managers – tels Soros et son Quantum Fund – ou de quelques fonds de fonds créés dans son sillage. Avec la croissance du marché, le choix de gérants s'est étoffé et leur assemblage en fonds multigérants et multistratégies s'est développé. Typiquement, les fonds de fonds se sont répartis en deux familles, les fonds à faible volatilité et les fonds directionnels.

Plus récemment, sont apparus les fonds de fonds mixtes, capables de passer de stratégies à faible volatilité à des stratégies plus directionnelles, et vice versa, en fonction d'une vision macroéconomique des marchés.

L'importance du phénomène hedge funds a conduit les organismes régulateurs à n'autoriser aujourd'hui la distribution de fonds ou de fonds de fonds qu'à la condition de les avoir homologués préalablement.

Un choix relativement large de produits hedge funds sont aujourd'hui homologués par la CFB en Suisse, pays pion-

Weltweit gibt es fast 7000 Fonds mit insgesamt bald einer Billion Schweizer Franken. Für die einen ein beunruhigendes Wachstum, für die anderen erst der Anfang. Eine Standortbestimmung im faszinierenden und in Entwicklung begriffenen Universum der Hedge-Fonds: geschichtlicher Abriss und Anlagemethodik.

In den 80er Jahren steckte das Hedge-Fonds-Geschäft noch in den Kinderschuhen. Auf rund 250-300 Manager – vor allem Macro Manager – wurde in den noch sehr konservativen Kreisen der Vermögensverwaltung mit Fingern gezeigt. Verständlicherweise, denn eine absolute Performance für die Kunden anzustreben und entsprechend der Rendite entschädigt zu werden kam einer traditionell den Courtagen und Treuhanddepots zugewandten Welt wie Ketzerei vor. Etwa 15 Jahre später haben sich die Hedge-Fonds als eigenständige Aktivklasse behauptet: ein rasantes Wachstum des verwalteten Vermögens um über 1500%, eine Aufteilung dieser Masse auf rund 15 Strategien mit mehr oder weniger Direktionalität sowie eine an die Komplexität des Themas angepasste Reglementierung. Nach zwei schwierigen Jahren 1994 und 1998 erlebten die Hedge-Fonds ihre wirkliche Ruhmeszeit ab 2000, wo sie dem Höllenritt der Börsen heldenhaft trotzten. So sehr, dass die ehemaligen Kritiker ebenfalls der allgemeinen Begeisterung verfielen und sogar zu Verfechtern von Hedge-Fonds wurden.

ANGEPASSTE PRODUKTPALETTEN

1990 war die Auswahl noch nicht sehr gross. Diversifizierung gab es nur durch den Makroansatz der einzelnen Fondsmanager wie bei Soros und seinem Quantum Fund oder einigen in deren Kielwasser geschaffenen Dachfonds. Mit dem Marktwachstum vergrösserte sich auch die Wahl der Fondsmanager, und es entwickelten sich Fonds mit mehreren Managern und verschiedenen Strategien. In aller Regel liessen sich die Dachfonds in zwei Gruppen aufteilen: Relative-Value Fonds mit geringer Volatilität und die volatilieren Fonds mit direkter Marktexposition. In jüngster Zeit sind auch gemischte Dachfonds entstanden, die je nach volkswirtschaftlicher Einschätzung der Märkte zwischen den beiden Gruppen wechseln können.

Die Bedeutung der Hedge-Fonds hat die Regulierungsbehörden veranlasst, heute nur den Vertrieb von vorgängig zugelassenen Fonds oder Dachfonds zu erlauben. In der Schweiz als Pionier in diesem Bereich, gefolgt von Italien, Frankreich und nun auch Deutschland, ->>

nier dans ce domaine suivi par l'Italie, la France et maintenant l'Allemagne. On parle "d'onshorisation" des hedge funds jusqu'alors enregistrés essentiellement dans des paradis fiscaux pour des raisons réglementaires.

Pour rassurer les nouveaux investisseurs, nombre de produits garantis, à base de hedge funds, ont vu le jour. Beaucoup en sont toutefois ressortis déçus. La baisse de taux et la structure de coûts des produits ont pesé lourd sur les performances. La nouvelle génération de produits garantis assure déjà la relève avec un pricing indépendant de la courbe des taux et avec un effet de levier à géométrie variable selon l'analyse de risque et la progression de ce sous-jacent: des produits plus souples et plus efficaces. Reste le fin du fin, le mandat dédié, dans la catégorie sur mesure pour les Family Offices et ultra high net worth individuals.

LA SÉLECTION: UN MÉTIER À PART ENTIÈRE

Le plus ardu n'est pas d'identifier les meilleurs parmi les gérants établis. Il est par contre plus difficile d'y avoir systématiquement accès – la plupart sont fermés – ou d'identifier les futures stars – au moment où ils ne sont pas encore fermés. Dans le premier cas il faut avoir réservé de la capacité à l'avance et dans le deuxième, il faut éviter de se tromper de cheval.

Un bon jugement est la clé du succès. L'analyse quantitative révèle en effet ses limites quand on évalue un nouveau gérant. Pas le temps d'attendre qu'il ait trois ans de track. Il faut se décider rapidement ou risquer de se retrouver devant un guichet fermé aux nouveaux investisseurs dès le succès rencontré. Le bon jugement étant la somme des mauvais jugements du passé, sélectionner un hedge fund relève quelque peu du diagnostic médical: le

hat die EBK eine relativ breite Auswahl an Hedge-Fonds-Produkten zugelassen. Es ist die Rede von einer "Onshorisierung" der Hedge-Fonds, die bisher im Wesentlichen aus rechtlichen Gründen in den Steuerparadiesen registriert waren.

Um die neuen Anleger zu beruhigen, sind zahlreiche garantierte Produkte auf Hedge-Fondbasis entstanden. Viele haben sich jedoch enttäuscht zurückgezogen. Der Zinsrückgang und die Kostenstruktur dieser Produkte haben sich negativ auf die Performance ausgewirkt. Die neue Generation von Produkten mit Garantie besitzt eine von der Zinskurve unabhängige Preisgestaltung und einen variablen Leverage-Effekt gemäss der Risikoanalyse und der Entwicklung des zugrunde liegenden Vermögenswerts: flexiblere und effizientere Produkte.

Bleibt noch das Nonplusultra, das "dedicated Mandate" in der Kategorie der massgeschneiderten Lösungen für die Bereiche Family Office und Ultra High Net Worth Individuals.

DIE AUSWAHL: EINE WISSENSCHAFT FÜR SICH

Unter den etablierten Fondsmanagern die besten zu finden ist nicht das Schwierigste. Schwieriger ist jedoch, immer Zugang zu ihnen zu erhalten, weil die meisten ausgelastet sind, oder die künftigen Stars zu entdecken, solange sie noch freie Kapazitäten haben. Im ersten Fall muss man im Voraus Kapazitäten reservieren, und im zweiten muss man aufpassen, dass man nicht auf das falsche Pferd setzt. Ein gutes Gespür ist der Schlüssel zum Erfolg. Die quantitative Analyse stösst nämlich bei der Beurteilung eines neuen Fondsmanagers schnell an ihre Grenzen. Man kann nicht immer auf einen dreijährigen Erfolgsausweis warten. Man muss oft schnell entscheiden oder läuft Gefahr, dass es für eine Investition zu spät ist, wenn der Erfolg erst mal ein-



médecin qui a ausculté des centaines de patients pendant des années a souvent un diagnostic plus sûr que le jeune praticien bardé de diplômes qui vient d'ouvrir son cabinet. Dans ce métier, indubitablement l'expérience paie. Une fois le nouveau gérant validé, on s'empresse de négocier de la capacité future contre un premier investissement. Quand le fonds sera fermé, il sera ainsi toujours possible d'y accéder jusqu'à concurrence du montant négocié. Mais la vraie valeur ajoutée du sélectionneur de hedge funds réside encore ailleurs. L'art d'assembler différents hedge funds entre eux, afin de créer un portefeuille avec une cohésion d'ensemble, relève d'une méthodologie complexe. Il ne suffit pas de prendre les dix "meilleurs" hedge funds et d'y répartir son argent. Encore faut-il que ces hedge funds soient compatibles entre eux. Idéalement, il faudrait même que leur juxtaposition crée une valeur ajoutée, offre une diversification supplémentaire, de par leur répartition sur différentes stratégies et profils de risques. Un bon assemblage, comme pour un bon vin, apporte l'équilibre au tout, indépendant de la qualité intrinsèque des ingrédients. Cet équilibre doit également se gérer dans le temps, en rapport avec une vision macroéconomique des marchés.

D'excellents ingrédients, une fois mélangés, peuvent en revanche nuire au résultat global. C'est le travail de l'assembleur d'effectuer un rigoureux contrôle des risques en soumettant le portefeuille à des tests de stress, afin de voir comment les différents fonds réagiront à des scénarios de hausse de taux, d'inflation, de crash boursier, etc. Un portefeuille sainement construit ne doit pas être composé d'ingrédients réagissant de la même façon aux mêmes événements.

TAILLE CRITIQUE ET INDÉPENDANCE

La question aujourd'hui n'est plus de savoir s'il faut investir dans les hedge funds, mais plutôt de savoir quel pourcentage de son patrimoine y mettre. Sur ce point, à chacun sa sensibilité. Certains investisseurs sophistiqués n'hésitent cependant pas à investir plus de 30% de leurs actifs en hedge funds.

Si une telle conviction n'est pas de la convenance de tous, il est en revanche mathématiquement déraisonnable de s'attendre, en investissant en hedge funds un pourcentage de son patrimoine liquide inférieur à 5%, à un impact significatif sur la performance de l'ensemble.

Et c'est justement là que le bât blesse. Avec un trillion de francs suisses, l'univers des hedge funds ne peut offrir suffisamment de capacité pour couvrir même 5% des liquidités en gestion de par le monde. Autre dilemme: imaginez une banque gérant 200 milliards de francs d'actifs pour ses clients. Pour assurer par exemple 10% d'investissements en hedge funds à tous ses clients, elle devrait avoir accès à 20 milliards de francs en hedge funds, soit 2% de l'encourt mondial. Si l'on accepte que les meilleurs hedge funds ne représentent que 10% de cet encourt, on comprend vite le problème. Soit on ne

setzt. Da das gute Gespür die Summe der schlechten Erfahrungen der Vergangenheit ist, lässt sich die Auswahl eines Hedge-Fonds ein wenig mit einer ärztlichen Diagnose vergleichen: Der Arzt, der während Jahren hunderte von Patienten untersucht hat, kann oft eine sicherere Diagnose stellen als ein junger Kollege mit vielen Diplomen, der gerade seine Praxis eröffnet hat. In diesem Beruf zählt sich Erfahrung zweifellos aus.

Wenn der neue Fondsmanager bestätigt ist, wird im Gegenzug zu einer ersten Investition sofort über die künftigen Kapazitäten verhandelt. Wird der Fonds geschlossen, kann man dann immer noch bis zum ausgehandelten Betrag einsteigen. Der echte Mehrwert des für die Auswahl der Hedge-Fonds Verantwortlichen liegt aber noch anderswo: Die Kunst, verschiedene Hedge-Fonds zu einem kohärenten Gesamtportfolio zusammenzufügen, erfordert ein ausgeklügeltes Vorgehen. Es reicht nicht, sein Geld auf die zehn "besten" Hedge-Fonds zu verteilen. Die Fonds müssen auch untereinander kompatibel sein. Die richtige Kombination der verschiedenen Strategien und Risikoprofile bringt Mehrwert und eine zusätzliche Diversifizierung. Wie bei einem guten Wein sorgt eine gute Zusammenstellung unabhängig von der eigentlichen Qualität der Zutaten auch für das nötige Gleichgewicht. Dieses Gleichgewicht muss auch auf lange Sicht den Marktgegebenheiten angepasst werden.

Hervorragende Zutaten können, falsch gemischt, dem Gesamtergebnis schaden. Die Aufgabe des "Kochs" besteht darin, die Risiken streng zu kontrollieren, indem er das Portfolio Belastungstests unterzieht, um zu sehen, wie die verschiedenen Fonds auf Szenarien wie Zinsanstieg, Inflation, Börsencrash etc. reagieren. Ein solide aufgebautes Portfolio darf nicht aus Komponenten bestehen, die auf bestimmte Marktereignisse gleich reagieren.

KRITISCHE GRÖSSE UND UNABHÄNGIGKEIT

Heute lautet die Frage nicht mehr, ob, sondern wie viel man in Hedge-Fonds investieren soll. Jeder hat diesbezüglich seine eigene Sensibilität. Manche Anleger schrecken nicht davor zurück, mehr als 30% ihres Vermögens in Hedge-Fonds zu investieren. Diese Überzeugung wird zwar nicht von allen geteilt, aber mathematisch gesprochen darf man bei einer Anlage von weniger als 5% seines Barvermögens in Hedge-Fonds keine spürbare Wirkung auf die Gesamtperformance erwarten.

Und genau da liegt der Hase im Pfeffer. Mit einer Billion Schweizer Franken können die Hedge-Fonds nicht einmal Kapazitäten für 5% des weltweit verwalteten Vermögens bereitstellen. Weiteres Dilemma: Stellen Sie sich eine Bank vor, die 200 Milliarden Franken für ihre Kunden verwaltet. Um allen Kunden zum Beispiel 10% der Anlagen in Hedge-Fonds zuzusichern, müsste sie Zugang zu 20 Milliarden Franken in Hedge-Fonds haben, d.h. 2% des weltweiten Angebots. Wenn man davon ausgeht, dass die besten Hedge-Fonds nur 10% des Angebots ausmachen, begreift man das Problem schnell. Entweder bedient man

sert que ses meilleurs clients, soit on sert tout le monde avec un risque de médiocrité.

S'il est une gageure pour tout professionnel de placer efficacement CHF 20 milliards en hedge funds, il est nécessaire, à l'inverse, de disposer d'une masse critique minimale pour être crédible. Pour un travail de sélection efficace, une équipe de dix personnes n'est pas de trop, ce qui suppose – pour des raisons évidentes de rentabilité – que l'on gère une certaine masse d'actifs. Les établissements gérant entre un et deux milliards de hedge funds sont à ce jour probablement les mieux positionnés pour offrir un service de qualité d'une part et une sélection pointue d'autre part.

LE TALENT N'A PAS DE PRIX

Lorsqu'on achète une action, on fait le pari qu'elle n'est pas chère et que son prix va augmenter. Quand on achète un hedge fund, on ne regarde pas le prix. En effet, c'est du talent que l'on achète. Le talent d'une équipe de gérants à surperformer leurs pairs, à définir une stratégie qui produira le meilleur rendement compte tenu du risque pris et de l'environnement de marché dans lequel cette stratégie évolue, voire le talent de gérer une équipe. Quand les marchés actions sont chahutés, on craint toujours que les cours baissent encore. Le talent, quant à lui, existe indépendamment des conditions du marché, bien que ces dernières puissent influencer sur son potentiel.

L'important est de localiser ce talent, d'y avoir accès, et de savoir le valoriser en l'assemblant efficacement aux côtés d'autres. Un métier en soi ou l'expérience et l'indépendance de jugement sont primordiaux.

nur die besten Kunden oder läuft Gefahr, der Mittelmässigkeit zu verfallen.

Zwar ist es für jeden Profi ein Ding der Unmöglichkeit, CHF 20 Milliarden Franken in Hedge-Fonds anzulegen. Umgekehrt sollte man aber über eine kritische Mindestmasse verfügen, um glaubwürdig zu sein. Für eine erfolgreiche Auswahl ist ein zehnköpfiges Team nicht übertrieben, was aus offensichtlichen Gründen der Rentabilität voraussetzt, dass man eine bestimmte Vermögensmasse verwaltet. Die Institute, die zwischen einer und zwei Milliarden Franken in Hedge-Fonds verwalten, besitzen heute wahrscheinlich die beste Ausgangslage, um eine qualitativ hochstehende Dienstleistung und eine subtile Auswahl anbieten zu können.

BEGABUNG HAT KEINEN PREIS

Wenn man eine Aktie kauft, setzt man auf einen günstigen Einstiegspreis und einen raschen Anstieg des Kurses. Wenn man einen Hedge-Fonds kauft, schaut man nicht auf den Preis. In Wirklichkeit kauft man eine Begabung. Es ist das Talent eines Fondsmanagerteams, die Konkurrenz zu übertreffen, eine Strategie festzulegen, die angesichts des eingegangenen Risikos und des Marktumfelds die beste Rendite bringt, aber auch die Begabung, ein Team zum Erfolg zu führen. Wenn die Aktienmärkte in Turbulenzen geraten, fürchtet man immer, dass die Kurse noch weiter sinken. Talent ist hingegen von den Marktbedingungen unabhängig. Das Wichtigste ist somit, Talente aufzuspüren, einen Zugang zu ihren Strategien zu erhalten und sie zu nutzen, indem man sie in geeigneter Weise miteinander kombiniert. Eine Wissenschaft für sich, bei der Erfahrung und Unabhängigkeit für die Beurteilung ausschlaggebend sind.