

# Introduction :

## La gestion alternative ou les vertus de la dissidence

Lors de la dernière décennie du XX<sup>e</sup> 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](mailto:f@lhabitant.net)