

Les hedge funds, réelle alternative aux investissements classiques ?

Par **Serge Darolles**, chercheur sur la plateforme de comptes gérés chez Lyxor et professeur associé à l'Université Paris-Dauphine

La seule manière d'institutionnaliser encore plus le monde des hedge funds serait d'obliger ces derniers à communiquer systématiquement leur performance.

Les hedge funds sont depuis le début de la crise financière en 2008 au centre de nombreux débats. Leur impact sur le fonctionnement des marchés financiers, leur contribution au risque systémique, les risques de contagion qu'ils pourraient représenter, ou la qualité de la diversification qu'ils offrent aux investisseurs sont couramment questionnés. Dans ce contexte, la dernière étude¹ publiée par KPMG pour le compte de l'AIMA (Alternative Investment Management Association) est intéressante à plus d'un titre. Si elle fournit une étude détaillée des performances des hedge funds sur la période 1994-2011, elle s'appuie également sur les derniers développements de la recherche académique pour mettre en perspective les chiffres obtenus. Selon cette étude, basée sur les rendements de l'indice diffusé par le fournisseur de données HFR (Hedge Fund Research), les hedge funds ont affiché un rendement net annuel moyen de 9,07 %, supérieur de 1,89 % à celui des actions, 2,82 % à celui des obligations et 1,8 % à celui des matières premières. De plus, cette performance est obtenue sans que le niveau de risque affiché ne soit supérieur à celui des autres classes d'actifs. En effet, la performance ajustée du risque, mesurée par le ratio de Sharpe, s'élève à 0,76 pour les hedge funds, contre 0,23, 0,68 et 0,16 pour les actions, les obligations et les matières premières, respectivement. De si bons résultats pourraient amener à conclure à la supériorité des hedge funds s'ils n'étaient pas obtenus à partir des performances d'un indice dont les propriétés sont loin d'être optimales. C'est à ce niveau que la littérature académique nous est d'un grand secours.

Dans un domaine où les données sont difficilement accessibles ou de qualité très moyenne, les apports de la recherche académique et de la modélisation sont essentiels. Les chercheurs utilisent régulièrement cet indice, les premières études marquantes datant de la fin des années 1990. Dès le début, elles ont souligné les principaux biais statistiques associés. Ainsi, il était courant chez les fournisseurs de données de communiquer uniquement la performance historique des hedge funds disponibles à la date courante. Ils effaçaient simplement des bases la performance des fonds dont le manager avait décidé d'arrêter la gestion, le plus souvent pour cause de performance décevante. Le biais du survivant, issu de cette pratique et évalué à 3 %

par an par William Fung et David Hsieh dans leurs recherches, n'est plus qu'un mauvais souvenir. Les fournisseurs de données ont accepté d'arrêter ce nettoyage et de fournir les performances des fonds «morts». Malheureusement, ce biais n'est pas le seul à entacher la qualité des données, et d'autres, accentués par la crise de 2008, sont étudiés dans la littérature académique. Le biais de reporting est un très bon exemple. Les hedge funds communiquent les données aux fournisseurs sur la base du volontariat. Ils pourraient ne pas le faire, ou avec un certain retard, quand leurs performances deviennent mauvaises. Ce biais est difficile à corriger, et la seule manière de le contourner est de raisonner sur la base des indices de portefeuilles de hedge funds. Naturellement, ces derniers continuent de prendre en compte les performances des fonds, même lorsqu'ils disparaissent des bases. Mais ces indices présentent d'autres défauts, dus à l'accumulation des couches de frais notamment. La seule manière d'institutionnaliser encore plus le monde des hedge funds serait d'obliger ces derniers à communiquer systématiquement leur performance. Cette pratique reviendrait en quelque sorte à lister les hedge funds et ainsi encadrer la communication faite sur leur performance, qui aujourd'hui souffre de trop d'arbitraire.

Enfin, les indices de hedge funds souffrent d'un dernier défaut. Contrairement aux autres indices utilisés pour mesurer la performance des autres classes d'actifs, ils ne sont pas investissables. Parce qu'ils agrègent les performances d'un très grand nombre de fonds, aucun instrument financier liquide ne peut offrir à un investisseur leur performance. Par conséquent, l'étude menée par KPMG s'appuie en partie sur des chiffres de performance difficiles à reproduire pour le niveau de risque affiché. La question la plus intéressante, non abordée dans l'étude, concerne bien la manière efficace de s'exposer à cette classe d'actifs. Il existe aujourd'hui différentes solutions pour résoudre ce problème. Les fonds de hedge funds, les plateformes de comptes gérés et les fonds UCITS constituent différentes approches qu'il est intéressant d'évaluer en fonction des contraintes des investisseurs. Ce n'est qu'à travers ces instruments-là que les hedge funds constituent une alternative aux investissements classiques.

1. «The value of the hedge fund industry to investors, markets, and the broader economy», KPMG, 2012.