L'institutionnel est l'investisseur idéal

La gestion alternative fait désormais partie du portefeuille cœur des institutionnels. Ceux-ci s'orientent même vers une approche de fonds personnalisés. Mais l'industrie de la gestion aura-t-elle les capacités pour absorber ces flux de capitaux de plus en plus importants ?

Jean-François Bay
Président
directeur général
Seeds Finance
Investment Consulting

■ Dans sa première version, la gestion alternative est entrée dans les portefeuilles institutionnels au milieu des années quatre-vingt-dix par la petite porte. On se souvient du camouflage réalisé alors par certains gérants comme ADI ou Dexia pour intégrer les techniques de la gestion alternative dans des produits monétaires dynamiques liquides tous les jours. Le camouflage pouvait prendre aussi la forme des produits structurés. Les libellés des fonds ne comportaient jamais le mot "alternatif", mais plutôt "monétaire plus" ou, à la limite, "arbitrage". Le but du jeu était de ne jamais prononcer le terrible mot *hedge fund* synonyme non pas de "fonds de couverture", "fonds protecteur" ni de "fonds alternatif" mais de "fonds spéculatif" !

La deuxième version de l'institutionnalisation de la gestion alternative est officiellement apparue au début des années 2000, avec les crises financières et boursières successives. L'aversion aux risques était à son comble. Alors que les portefeuilles institutionnels étaient majoritairement investis en actions et en obligations, le but du jeu était alors d'intégrer des stratégies d'investissement non corrélées aux marchés traditionnels et qui délivraient des performances honorables afin de compenser la baisse des rendements des actions et des taux. On a donc vu apparaître dans les libellés des produits des termes comme "absolue" ou "alpha" afin de se distinguer des gestions indicielles ou "relatives" ou "bêta". Mais ce choix de gestion, à l'époque, était surtout déclenché par la peur, par éviction plus que par conviction.

Des investisseurs institutionnels plus matures

Aujourd'hui, nous entrons clairement dans la version 3.0 de cette institutionnalisation de la gestion alternative, dans l'ère d'un choix assumé et clairement identifié. D'abord parce que, du côté de la demande, les institutionnels ont gagné en maturité. Ils ne sont pas dupes et savent que les performances des stratégies alternatives proviennent en partie de différents bêtas auxquels ils n'ont pas toujours accès : actions, taux, mais également marchés émergents, matières premières, non coté… Ils savent également que les risques de la gestion alternative sont différents des risques de la gestion traditionnelle, mais ils les assument. Par exemple : ils ont conscience du fait que le taux de défaut des *hedge funds* s'établit à 0,20 % environ sur la période récente, ce qui correspond à une signature *investment grade* pour les obligations. Enfin, ils savent que les contraintes fixées par les institutionnels aux gérants de fonds alternatifs (plus de liquidité, plus de transparence, moins de frais…) ont leurs limites et pèsent sur la performance finale. Au contraire, en tant qu'investisseur stable à moyen/long terme, l'institutionnel est l'investisseur idéal pour les *hedge funds*. Par exemple, un fonds de pension ou une compagnie d'assurance ne craint pas le risque d'illiquidité car il sait qu'il y aura une prime à la clé et que, en tant qu'investisseur institutionnel, son passif a une duration très longue et son horizon de placement lui permet d'investir sur des marchés peu liquides comme le non coté, l'immobilier ou les *hedge funds*.

Aujourd'hui, nous entrons clairement dans la version 3.0 de cette institutionnalisation de la gestion alternative, dans l'ère d'un choix assumé et clairement identifié."

Autre signal fort illustrant ce changement d'époque, les autorités de tutelle se déclarent aujourd'hui en faveur des fonds alternatifs et louent leur rôle positif sur les marchés. Du côté des réglementations institutionnelles, celles-ci

n'hésitent pas à référencer ouvertement les *hedge funds* comme classe d'actifs éligible. Par exemple, le nouveau règlement financier de l'AGIRC et de l'ARRCO autorise les institutions à placer jusqu'à 10 % de leurs réserves en fonds de fonds alternatifs alors que le non coté est limité à 5 % avec accord préalable de la fédération. Et en plus des fonds, les institutions peuvent allouer jusqu'à 15 % de leurs réserves aux produits structurés, ce qui amène le quota maximum théorique à 25 % ! Avec 25 %, on ne parle plus de classe d'actifs satellite ou conjoncturelle, mais réellement d'une classe d'actifs structurelle dans les portefeuilles institutionnels.

La gestion alternative standard fait partie du portefeuille cœur

Un plébiscite officiel et général, des performances récentes excellentes (+13.6% sur les douze derniers mois à fin mai 2007 pour l'indice HFR *Fund Weighted Composite*), des marchés traditionnels relativement chers qui militent en faveur d'une approche alpha (recherche de la performance) plutôt que d'une approche directionnelle, des institutionnels qui bénéficient de flux positifs quel que soit le secteur (retraite, assurance, santé, dépendance…) et des investisseurs avertis qui souhaitent diversifier leurs allocations d'actifs sur des bêtas alternatifs : le cocktail est réuni pour que les encours gérés par les *hedge funds* continuent leur forte croissance. Sur l'année 2006, les encours gérés par l'industrie mondiale de la gestion alternative ont augmenté de 420 milliards de dollars selon HFR pour atteindre 1 500 milliards de dollars environ en fin d'année. Derrière cette hausse de + 37 % des encours, on trouve en majorité les institutionnels. Selon une étude récente de Bank of New York, les investissements dans les *hedge funds* et en provenance des institutionnels atteindraient 1 000 milliards de dollars par an en 2010.

La question n'est plus de savoir si ce sont les investisseurs institutionnels qui iront vers les *hedge funds* ou si ce sont les techniques de la gestion alternative qui se diffuseront dans la gestion traditionnelle. En effet, la mise en place des fonds UCITS III a répondu à cette question : le cadre de gestion de ces fonds européens autorise un degré élevé de liberté : autorisation de monter en levier, d'avoir des positions *long/short*, d'utiliser des dérivés et des futures, d'avoir accès à des marchés autrefois interdits comme l'immobilier, les matières premières… Pour couronner le tout, ces fonds sont commercialisables dans toute l'Europe, ont des frais de gestion faibles et enfin, bénéficient d'une liquidité quotidienne la plupart du temps. Des fonds alternatifs liquides tous les jours, cotés en Bourse, des *trackers*… Ces nouveaux fonds alternatifs pourront alors faire partie du portefeuille cœur des institutionnels.

"Le nouveau règlement financier de l'AGIRC et de l'ARRCO autorise les institutions à placer jusqu'à 10 % de leurs réserves en fonds de fonds alternatifs alors que le non coté est limité à 5 % avec accord préalable de la fédération."

La vraie question est de savoir si l'industrie de la gestion aura les capacités pour absorber ces flux de capitaux institutionnels désirant réaliser de la performance absolue élevée avec un niveau de risque limité. Tout d'abord, se pose le problème de la capacité en matière d'opportunités de marchés car certaines stratégies d'arbitrage profitent d'inefficiences par définition limitées (*merger arbitrage, distressed*…). Ensuite, vient le problème de la capacité des gérants eux-mêmes qui ne seront pas tous capables de générer de l'alpha de manière pérenne. Une récente étude réalisée par Standard & Poor's constate que du 1er mars 2006 au 1er mars 2007, aucun des 21 fonds à performance absolue commercialisés en Europe et notés par S&P, n'a atteint ses objectifs d'investissement. Dans la plupart des cas, le rendement délivré était même inférieur à celui du marché monétaire !

La gestion alternative personnalisée à chaque institutionnel

Les UHNWI (*Ultra High Net-Worth Investors*, c'est-à-dire les très grandes fortunes) ont déjà franchi le pas et investissent moins dans les grands fonds de *hedge funds* multistratégies devenus trop mimétiques, trop standards et trop corrélés aux marchés traditionnels ; ils privilégient des fonds plus selects, plus sophistiqués, plus performants mais plus risqués aussi. Les investisseurs institutionnels, étant donné les montants en jeu et afin d'éviter les écueils liés aux effets de mode, devraient construire à leur tour, en satellite, des poches alternatives réellement diversifiantes à partir de fonds ayant un minimum de souscription très élevé, des fonds très peu liquides à mi chemin entre le *hedge fund* standard (1 mois) et le *private equity* (10 ans), des fonds gérés par les meilleurs gérants spécialisés, des fonds d'alpha pur non corrélés aux marchés… Plutôt que de réagir à une approche "produits standard" proposée par les sociétés de gestion, les institutionnels lui préféreront une approche "besoins" intégrant les objectifs et les contraintes de chacun. L'approche personnalisée pourrait être également une réponse aux exigences de plus en plus fortes en matière de contrôle des risques (Solvency II, *reporting* consolidé…). Des fonds alternatifs personnalisés à chaque investisseur institutionnel, des fonds "sur-mesure", c'est peut-être cela la prochaine version de l'institutionnalisation de la gestion alternative, la version 4.0 ! ●