AUTEUR BERTRAND GIBEAU

BERTRAND GIBEAU, ASSOCIÉ-DIRECTEUR DU DÉVELOPPEMENT DE REINHOLD & PARTNERS.
Il a une expérience reconnue des organisations de la gestion d'actifs *on-shore* et *off-shore*. Son expertise est recherchée pour installer et développer ces activités en Europe.
Diplômé de Paris IX-Dauphine, Bertrand Gibeau a préalablement été chargé de mission à l'AFG.
Il a commencé sa carrière au sein de Crédit Agricole Indosuez.

Changement d'univers pour la gestion alternative et ses gérants

Au cours des deux dernières années, l'univers des hedge funds, à l'image de l'environnement économique, s'est très largement modifié. La crise des années 2007-2008 a eu un impact d'autant plus fort qu'elle s'est accompagnée de changements conjoncturels dans les politiques des gouvernements relatives aux activités financières qui affectent le monde des fonds d'investissements alternatifs. À ces facteurs exogènes s'ajoutent d'importants changements au sein même du secteur des *hedge funds* qui modifient structurellement le paysage de la gestion alternative dans le monde.

La crise financière de la fin des années 2000 a fortement accrue la mortalité des *hedge funds*. Selon HFR, environ 7 600 *hedge funds* et 2 450 fonds de *hedge funds* (FoHF) étaient recensés dans le monde en 2007. En 2008, on n'en comptait plus, respectivement, que 6 845 et 2 439. L'année 2008 a été particulièrement difficile pour les *hedge funds,* avec un nombre de liquidation (1 471) très supérieur à la moyenne. Les chiffres indiquent que cette industrie a toutefois fait montre d'une remarquable capacité de résilience. Dès 2009, le nombre de *hedge funds* a recommencé à croître pour atteindre, fin juin 2010, 6 982, soit une augmentation de 2 % par rapport à son plus bas de 2008. Il convient cependant de remarquer que dans ce laps de temps le nombre de FoHF a, lui, diminué de 13 %, tendance sur laquelle nous reviendrons ultérieurement. Ce retour à bonne fortune des *hedge funds* semble devoir s'accélérer. En effet, en Europe, la directive AIFM semble bien moins contraignante que l'on ne pouvait le craindre, en ce qui concerne à la fois certaines limitations techniques et la distribution de produits non européens à des investisseurs qualifiés européens. Au États-Unis, la Volker Rule, promulguée par Barack Obama le 21 juillet 2010, conduit à la fermeture de nombreux *prop' desk,* de banque dont les équipes constituent alors des *hedge funds*[1]. Ce mouvement paraît assez significatif et s'accompagne actuellement d'une vague de recrutements dans l'industrie des *hedge funds.*

SATISFAIRE LES INVESTISSEURS

Pourtant, même si ces évolutions exogènes liées aux changements des réglementations touchent cette industrie, les modifications les plus structurelles sont sans doute aucun celles initiées par les investisseurs. Si leurs demandes de plus de transparence et d'une meilleure gouvernance ont généralement trouvé échos auprès des professionnels, ils souhaitent dorénavant un rééquilibrage du partage de la valeur et des thèmes d'investissements nouveaux.

Les investisseurs sont toujours actifs en gestion alternative, cependant ils souhaitent renégocier les structures de *fees* mises en place par les gérants. Les structures autrefois classiques (2/20) laissent place progressivement à de nouveaux standards de marché (1,5/20). Pour les *set-up* de nouveaux fonds, certains gérants pourtant réputés proposent des réductions *(happy hour fees)* importantes sur les frais de gestion. On observe actuellement la création de parts à frais réduits destinées aux investisseurs qui apportent le *love money* lors du lancement du fonds, afin d'atteindre rapidement 200 à 300 premiers millions de dollars, taille qui permet d'entrer dans les présélections des investisseurs internationaux. Une pression assez inédite sur les coûts dans l'univers des *hedge funds* se fait actuellement sentir.

Concernant les stratégies, et s'il est toujours préférable – sauf pour quelques grands noms – de présenter des stratégies compréhensibles et lisibles, de nouvelles thématiques émergent. Les investisseurs, dont l'appétence pour les supports liquides était très forte, s'intéressent en cette fin 2010 aux stratégies moins liquides, à condition que les contraintes de passifs mises en place par les gérants soient justifiées *(lock-up, gates…).* Les institutionnels choisissent de plus en plus d'investir dans des fonds à rendements relativement stables dans le temps. En fait, ils recherchent des stratégies ou des classes d'actifs qui permettent d'obtenir des rendements de type obligataire. Les fonds qui permettent ce profil de performance se développent assez rapidement. Dans les *hedge funds* apparaissent, au côté des fonds *long/short equity et global macro,* des fonds de type « infrastructures » qui proposent des *cash-flows* réguliers, des fonds qui investissent dans des brevets afin de percevoir des royal-

ties… Enfin, et comme nous l'avons vu lors de l'analyse des chiffres de HFR, une diminution du nombre de fonds de *hedge funds* et leurs difficultés à collecter sont à noter. Les investisseurs sophistiqués semblent estimer que la crise a démontré que les due diligence opérationnelles qui justifient les « couches de frais » ne sont pas toujours réellement efficaces et que la décorrélation promise n'était pas réelle. Au-delà de ces considérations, les investisseurs souhaitent aller en direct sur des fonds de gestion alternative. Les années 2000-2008 ont constitué une période d'apprentissage. Les grands investisseurs choisissent de liquider leur position en fonds de *hedge funds* pour créer, avec des équipes dédiés notamment aux due diligence opérationnelles, leurs propres allocations de *hedge funds single managers.* En parallèle, les investisseurs apportent un intérêt grandissant aux « fonds d'incubation » qui permettent d'investir dans de nouveaux gérants ou de nouvelles stratégies à fort potentiel.

REPOLARISATION DE L'INDUSTRIE DES HEDGE FUNDS

Cependant, le grand enseignement qu'il faut tirer de la phase actuelle est la repolarisation de l'industrie des *hedge funds* vers les zones à forte croissance économique et financière. La crise a surtout validé et accéléré la bascule de l'offre de hedge funds – et dans une moindre mesure de la demande – vers les économies émergentes. On ne peut que constater un fort accroissement du lancement de *hedge funds* qui prennent des positions sur les actifs de ces pays (actions et obligations mais aussi *commodities* et plus marginalement *property).* Afin de gagner en légitimité et en efficacité, des gérants s'installent dans ces pays. Plus précisément[2], les gérants sont de plus en plus nombreux à s'installer dans des centres consensuels qui permettent de couvrir les économies émergentes. Les nouvelles zones de développement des *hedge funds* managers se situent à Hong Kong, pour la couverture de l'Asie du Nord et de la Chine, à Singapour pour l'Asie du Sud-Est et l'Inde, mais aussi Sao Paulo pour le Brésil et Miami pour l'Amérique centrale et du Sud hors Brésil.

> **La crise a surtout validé et accéléré la bascule de l'offre de hedge funds - et dans une moindre mesure de la demande - vers les économies émergentes. On ne peut que constater un fort accroissement du lancement de hedge funds qui prennent des positions sur les actifs de ces pays.**

La gestion alternative se situe donc dans une période de mutation réelle, de relocalisation de ses acteurs et de développement de nouvelles stratégies grâce au retour des investisseurs, notamment vers des stratégies moins liquides et de nouveaux actifs. Cette mutation ne prend pas seulement la forme d'une transformation des *hedge funds* en structures juridiques plus régulées (bien que l'essor des NewCITS soit réel pour l'Europe continentale, avec les risques que cela peut comporter). Les *hedge funds* établis dans des juridictions caribéennes ne déclinent pas, comme certains pouvaient le craindre – ou l'espérer. La gestion alternative continue d'intéresser les investisseurs et de susciter des axes de développement pour les différentes places financières vers cette activité à forte valeur ajoutée. Même la France, discrète sur la promotion de la gestion alternative, semble vouloir appartenir aux pays de gestion/domiciliation de fonds contractuels[3], comme le montre les propositions du Haut Comité de Place, approuvées le 15 octobre 2010 par Christine Lagarde[4]. ■

(1) "A top Credit Suisse commodity trader is leaving the bank, along with a team of proprietary traders, to set up a hedge fund backed by USD150 million from private investment firm Blackstone Group.", Reuters, September 2010.
(2) En particulier parce que ces gérants ont bien évidemment besoin de sécurité juridique et politique et d'infrastructures économiques et financières adaptées.
(3) On désigne par fonds contractuels des fonds gérés par des sociétés de gestion agréées à cet effet mais non eux-mêmes agréés et régulés par une autorité de tutelle. Ces fonds présentent une grande souplesse de gestion et sont tailor made, *avec des règles généralement fixés par contrat entre l'investisseur et son gérant, par opposition aux produits* one size fit all, *comme les UCITS, où les règles de fonctionnement et d'investissement sont fixées par des régulateurs. En France, il s'agit de l'OPCVM Contractuel, au Luxembourg des SIF, en Irlande des QIF et de ce que l'on nomme* hedge funds off shore *au sens large, c'est-à-dire les* limited partnership *ou les* off shore company *des territoires des Caraïbes, principalement.*
(4) « Christine Lagarde se félicite de l'adoption de la stratégie de place pour le développement de l'industrie française de la gestion d'actifs. » Voir communiqué de presse sur: http://www.reinholdpartners.net/publications/l%E2%80%99etude-rp-sur-la-gestion-alternative-annexee-au-rapport-remis-a-christine-lagarde/

La lecture de cet article peut-être complétée par celle de l'étude « La gestion alternatie en France ». Reinhold & Partners Juin 2010 (78 pages). Annexée au rapport du Haut Comité de Place remis à Mme C. Lagarde. www.reinholdpartners.com