

HEGDE FUNDS

Gestionnaires vedettes: mode d'emploi

L'industrie des hedge funds reposant essentiellement sur le talent, le vedettariat y est donc plus prégnant que dans la gestion traditionnelle. Certes, la présence de vedettes dans un portefeuille rassure et flatte les investisseurs et la société de gestion, mais si, pour une raison ou une autre, cette personnalité vient à disparaître, tout le portefeuille peut se trouver durablement déséquilibré.

*Propos recueillis par
Véronique BÜHLMANN*

Comment les gérants de fonds de hedge funds abordent-ils ce problème? Alexandre Rampa, analyste, 3A SA (Alternative Asset Advisors), Elisabeth Brugger, Daytona Alternative Investments, PKB Privatbank AG, Louis-Frédéric de Pfyffer, Banque Heritage, Clive Lang, Risk Manager, et Romain Pidoux, analyste, Peak Partners, ont répondu à nos questions.

Banque & Finance: Avez-vous déjà été confrontés au problème du vedettariat?

CLIVE LANG: A l'origine, les hedge funds étaient bâtis sur ce concept: des gérants de haut vol, tenant à leur indépendance, créaient des portefeuilles concentrés sur leurs savoir-faire particuliers. Par un effet de mode, ce type d'approche a attiré beaucoup d'imitateurs avec, pour conséquence, une dilution des performances. Néanmoins, parmi les nouveaux venus, certains ont obtenu d'excellents résultats: ces gérants ont été capables de se concentrer sur des domaines très spécialisés, dans lesquels ils étaient capables de générer de l'alpha... Plus récemment, certains des meilleurs ont ajouté de nouvelles stratégies, étendant ainsi leur champ d'expertise. Ils ont pris une grande ampleur et ces acteurs ressemblent de plus en plus aux entreprises de gestion traditionnelles.

LOUIS-FRÉDÉRIC DE PFYFFER: Je distinguerais les légendes de type Tudor, c'est-à-dire des

gérants qui ont construit progressivement leur renommée, de ceux qui réussissent à court terme, créant un buzz qui leur permet d'amasser rapidement des actifs importants. Ces derniers n'ont pas d'histoire et n'ont pas été testés en phase de crise. Généralement, ils promettent des rendements très élevés et sont agressifs. Tôt ou tard, ils explosent en vol, car il est rare que,

«La performance se construit dans le temps: pour connaître la valeur de l'argent, le respecter et, par suite, respecter ses clients, il faut passer par les difficultés liées à la collecte d'actifs»

**LOUIS-FRÉDÉRIC DE PFYFFER
BANQUE HERITAGE**

lorsqu'un gérant démarre très fort, son succès dure. Nous sommes donc rarement investis dans ce type de configuration... La performance se construit dans le temps: pour connaître la valeur de l'argent, le respecter et, par suite, respecter ses clients, il faut passer par les difficultés liées à la collecte d'actifs.

ALEXANDRE RAMPA: Lorsque nous sommes confrontés à la question du vedettariat, nous la traitons au cas par cas. Ce n'est pas ainsi que procèdent certains institutionnels, je pense par exemple à certaines caisses de pension américaines qui, liées par leur processus d'investissement, vendent leurs

positions dès que le nom d'un de leurs gérants apparaît dans les titres de la presse. **ELISABETH BRUGGER:** Je me suis peu intéressée à des cas de gérants vedettes intégrés dans une grande maison, sans doute parce que je suis relativement méfiante par rapport à ce type de situation. En cas de conflit, elle débouche sur des combats de type «David contre Goliath». Et si le gérant se sert seulement de l'entreprise pour arriver à ses fins (i.e. gonfler ses actifs sous gestion), ce n'est pas non plus bon signe puisqu'il y aura presque inévitablement rupture, une situation qui n'est jamais favorable pour les investisseurs. J'ajouterais que la vedette, c'est, en quelque sorte, «de la marque», et en recherchant ce type de confort, les investisseurs se privent d'ambitions qui ne peuvent pas vraiment s'épanouir au sein des grandes organisations.

B&F: Quelle serait votre réaction lors du départ d'une vedette?

ELISABETH BRUGGER: Dans le cas d'un gérant vedette au sein d'une grande organisation, notre conseil est de sortir, même à perte, car les chances que le gérant ou l'équipe vedette soient remplacés par des personnes possédant des capacités identiques sont plutôt faibles. Mais ce type de décision n'est qu'un pis aller; une bonne due diligence faite en amont, c'est-à-dire au stade du choix des gérants, doit permettre d'éviter ce genre de situation.

LOUIS-FRÉDÉRIC DE PFYFFER: En général, nous vendons nos parts, à une vitesse inversement proportionnelle aux informations dont nous disposons. Un bon gérant n'a raison que dans 55% des cas et si vous changez la configuration d'une équipe autour d'une table, vous avez toutes les chances de

changer la qualité des décisions, car la bonne décision tient à une alchimie très subtile.

ALEXANDRE RAMPA: Lors du départ d'une personne clef, nous vendons systématiquement. En effet, si cette décision est justifiée parce que la nouvelle équipe s'avère médiocre, nous évitons aux clients de perdre de l'argent. Et si nous avons tort, le seul risque que nous ayons pris est un risque d'opportunité. Or, l'univers est suffisamment large pour trouver des gérants compétitifs. Mais c'est en amont que se gère le vedettariat. Un gérant qui dégage des performances exceptionnelles attire un grand nombre d'investisseurs qui n'achètent que «de la réputation». Ils ne s'intéressent pas à la stratégie suivie et courent le risque d'être déçus par des performances qu'ils ne comprennent pas. Nous n'aimons pas ce type de situation.

B&F: Au niveau de votre processus de due diligence, existe-t-il des éléments qui traitent des vedettes?

ROMAIN PIDOUX: Le fait qu'un gérant soit une star n'est pas un gage de qualité: même si, sur le court terme, ces gérants ont tendance à voir leurs bons résultats persister, sur le long terme, ce n'est pas le cas. Lors d'une due diligence, la notion de «key person» est un drapeau jaune, voire même rouge.

CLIVE LANG: Une due diligence solide doit identifier non pas une mais toutes les personnes clefs, et évaluer la vulnérabilité du processus d'investissement en cas de départ de l'une ou l'autre d'entre elles. Elle doit également comporter des règles précises concernant les mesures à prendre en cas de départ. En général, la prudence dicte

«Lors du départ d'une personne clef, nous vendons systématiquement»

ALEXANDRE RAMPA – 3A SA

de désinvestir jusqu'à ce que l'impact du départ de la ou des personnes clefs puisse être évalué. Une telle approche se justifie par le fait qu'il est tout simplement impossible de prévoir quelle sera l'attitude des autres investisseurs. Si le départ de la personne clef déclenche un exode massif, il y a toutes les chances que ceux qui restent se

trouvent finalement «coincés» dans le fonds et ne puissent plus sortir. Ce risque augmente en fonction de l'illiquidité des actifs gérés.

«Un changement de mode de vie (soudain engouement pour l'art ou les voitures de luxe) peut être un indicateur avancé d'un problème à venir...»

ELISABETH BRUGGER
DAYTONA ALTERNATIVE INVESTMENTS

ELISABETH BRUGGER: Lors des opérations de due diligence, nombre d'analystes restent ravis à leurs questionnaires, souvent parce qu'ils ne sont pas assez préparés. Ils se laissent facilement impressionner: face à un Prix Nobel, ils oublient qu'en fin de compte, ils ont à faire à un être humain. Selon moi, en plus de la discipline de due diligence formelle, le jugement personnel constitue le meilleur guide. Il s'agit d'une approche assez peu conventionnelle j'en conviens, mais elle repose sur l'expérience, sur mes entretiens avec plusieurs centaines de gérants pendant une quinzaine d'années. Choisir un gérant, c'est d'abord s'interroger sur ses motivations à se lever chaque matin. Lorsque je rencontre un gérant, j'évite de regarder son historique de performances afin que mon jugement sur la personne ne soit pas biaisé par les chiffres. Ils me servent seulement à vérifier, après coup, quels ont été les résultats de la gestion et dans quelles conditions de marché.

L'essentiel est d'avoir un contact direct avec le gérant: cela permet d'être informé, un peu à l'avance, d'éventuels changements. De plus, le contact doit être suivi et régulier, car c'est la seule manière d'établir une relation de partenariat, qui va bien au-delà de la relation purement commerciale. Suivant le principe selon lequel «dis-moi qui sont tes amis, je te dirais qui tu es», j'accorde également une grande importance à l'entourage professionnel et, si possible, social du gérant. Un changement de mode de vie (soudain engouement pour l'art ou les voitures de luxe) peut être un indicateur avancé d'un problème à venir...

B&F: Quelles indications tirez-vous de la taille des actifs sous gestion et de leur évolution?

ROMAIN PIDOUX: Certains hedge funds ont tellement grandi qu'ils commencent à avoir une inertie similaire à celle des banques. Je pense, par exemple, à des Paulson, Brevan ou Bluecrest, qui se trouvent dans une situation d'un excès d'actifs en regard des opportunités que présente le marché.

ALEXANDRE RAMPA: Suivant les stratégies, une trop grande masse d'actifs sous gestion peut rapidement devenir contre-productive. Nous surveillons donc de près les flux d'actifs et les montants totaux gérés dans une stratégie. Ceux-ci ne doivent pas dépasser une limite prédéterminée. Dans le cas contraire, nous sortons. Par exemple, un gérant en microcapitalisations qui passerait rapidement de 500 millions à 1 milliard d'actifs nous inciterait à envisager une sortie, d'autant plus rapide que ces actifs sont peu liquides. En effet, si ces nouveaux clients décidaient de sortir, ce serait prendre un grand risque que de rester, du fait de cette faible liquidité. ■

V.B.

L'ART DANS B&F



Jean-Michel Basquiat *Untitled*, 1981, acrylique et pastel gras sur toile, 207 x 176 cm. The Eli and Edythe L. Broad Collection, Los Angeles Photo: Douglas M. Parker Studio, Los Angeles © 2010, ProLitteris, Zurich