

## HEDGE FUNDS

# Rien dans la mode, tout dans la durée

En plaçant Philippe Gougenheim à la tête de son département hedge funds, Unigestion consolide encore ses assises. Elle intègre un «trader» qui a, durant plus de vingt ans, participé en direct à l'histoire de la gestion moderne des actifs et qui connaît aussi bien le quotidien des salles des marchés les plus pointues que la conduite d'équipes multiculturelles. Un maître dans la gestion du chaos.

---

Propos recueillis par  
Véronique BÜHLMANN

---

**L**e 3 septembre 2008, Unigestion annonce la nomination de Kostas Iordanidis en tant que directeur exécutif, responsable des fonds de hedge funds. Cinq mois plus tard, celui-ci quitte la société et Patrick Fenal, CEO, reprend les rênes de la gestion de fonds de hedge funds. Le 13 avril 2010, on apprend que Philippe Gougenheim prendra le poste de Managing Director, Head of hedge funds, à partir du 1<sup>er</sup> mai. Unigestion étant plutôt caractérisée par la stabilité de ses équipes, cette «valse» à la tête du département hedge funds paraît quelque peu étonnante. Entretien croisé avec Jean-François Hirschel, Managing Director, responsable du marketing et du développement, et Philippe Gougenheim.

**Banque & Finance: La nomination de Philippe Gougenheim est-elle liée au contexte difficile qu'ont connu ces véhicules de placement depuis le 12 décembre 2008, date de la révélation de l'affaire Madoff?**

**JEAN-FRANÇOIS HIRSCHEL:** Non. Ces changements sont à remettre dans le contexte du développement de l'activité fonds de hedge funds au sein d'Unigestion. Celle-ci ayant connu une forte croissance, Patrick Fenal, à l'origine de sa création en 1986, n'était plus en mesure d'en assurer la conduite tout en exerçant également la fonction de CEO. Par conséquent, il avait été décidé de recourir à des compétences externes, en l'occurrence

celles de Kostas Iordanidis. Malheureusement, il s'est vite avéré que ses options managériales n'étaient pas en phase avec celle d'une équipe bien rôdée et de grande valeur. D'où la décision de se séparer et d'engager immédiatement un processus de recrutement approfondi qui mette l'accent sur le dialogue entre le gérant et une équipe qui compte actuellement 37 personnes entièrement dédiées aux hedge funds.

**B&F: Ainsi, «la culture d'entreprise» ne serait-elle pas un vain mot?**

**J.-F.H.:** Effectivement et cela ne s'applique pas seulement à notre département hedge funds. Partant de l'idée que l'on ne réussit généralement pas tout seul, mais seulement grâce à la solidarité du groupe, nous insistons beaucoup sur l'esprit d'équipe. Chez nous, pas de star-system! Comme nous travaillons essentiellement avec une clientèle institutionnelle, dont l'horizon d'investissement est plutôt long, il est essentiel de pouvoir mener des réflexions dans la durée et d'être capables de résister aux effets de mode. Cette attitude nous a d'ailleurs été très favorable durant la crise de liquidité de 2008. En 2007, Patrick Fenal avait écrit qu'il existait «une bombe cachée dans la liquidité des fonds de hedge funds». Pour être cohérents avec cette analyse, nous ne proposons sur tous nos produits qu'un remboursement trimestriel. A l'époque, cette restriction nous a certainement fait manquer des affaires, mais à partir du moment où la crise de liquidité s'est matérialisée, elle nous a permis de protéger nos clients.

**B&F: Philippe Gougenheim, vous êtes resté longtemps fidèle à vos premiers**

**employeurs, mais le rythme de vos changements de poste semble s'accélérer. Hasard ou nécessité? Pouvez-vous nous décrire votre parcours professionnel?**

**PHILIPPE GOUGENHEIM:** Voici vingt-deux années que j'exerce dans la finance. JP Morgan a été mon premier employeur et, à mon avis, c'est celui qui vous forme à votre culture et à votre métier. Or, la caractéristique principale de JP Morgan était l'esprit d'équipe. A l'époque, j'ai commencé à la vente auprès des institutionnels et ceci n'est pas anodin. Je pense, en effet, que tout le monde devrait commencer ou passer par la vente, c'est-à-dire prendre conscience qu'il est d'abord au service des clients avant d'être à celui des golden boys!

«Bernard Sabrier, le président d'Unigestion, dit toujours que la gestion peut se résumer à trois décisions: acheter, vendre ou ne rien faire. Et la plus difficile des trois est bien de ne rien faire...»

JEAN-FRANÇOIS HIRSCHEL – UNIGESTION

---

Pour revenir sur votre remarque concernant ma fidélité à JP Morgan, chez qui je suis resté dix ans, il faut vous souvenir qu'à l'époque, il était encore possible d'avoir une mobilité interne. Ça n'est plus guère le cas aujourd'hui! Après la vente, je suis passé à la gestion actifs/passifs, le principal centre

de profits de la société à l'époque, l'équivalent de la gestion pour compte propre aujourd'hui. Cette expérience a eu pour moi le double avantage de garder le contact avec les salles de marchés, tout en ayant à m'assurer que nous satisfaisions à toutes les contraintes réglementaires. Cette position m'a permis d'acquérir une vision globale de la banque.

En 1992, je suis passé à la tenue de marché dans le secteur des dérivés de taux d'intérêt et de change sur le court terme. Rappelez-vous qu'à l'époque, les marchés étaient très chahutés, avec, notamment, la dévaluation de la livre sterling et le référendum danois contre Maastricht. C'est à ce moment-là que j'ai eu mes premières expositions aux grands hedge funds (n.d.l.r.: Soros défrayait la chronique, notamment avec sa spéculation contre la livre). Une année plus tard, JP Morgan opérant un rapatriement vers Paris de ses unités responsables de la gestion des devises centrales européennes; j'ai alors été chargé de fusionner des équipes de cultures très différentes. C'est également à cette époque que j'ai, avec mon équipe, «inventé» un produit: le overnight index swap (taux indexé au jour le jour), qui présentait l'avantage sur les alternatives existantes de ne pas receler de risque débiteur. Ce swap offrant une excellente liquidité assortie de coûts de transaction faibles, le succès a été immédiat.

**B&F: Vous quittez alors JP Morgan pour entrer à la Société Générale en novembre 1997 et vous devenez responsable, non seulement du court terme, mais aussi du long terme...**

**PH.G.:** En effet, la Société Générale était très active sur les options et la partie longue de la courbe des taux, un domaine qui complétait bien mon activité précédente. Mais le changement s'est traduit par un véritable «choc culturel». D'une entreprise caractérisée par l'esprit d'équipe, je passai à «une somme de PME», des équipes indépendantes, très jalouses les unes des autres mais qui, en contrepartie, présentaient une sophistication élevée et offraient une grande liberté. Ma première tâche a consisté à fusionner quatre équipes au sein de la mienne, soit près d'une quarantaine de personnes, dont les cultures de travail étaient totalement différentes. J'ai donc créé une plateforme commune standardisée qui a rapidement permis de dégager des revenus très impor-



«C'est un mythe de penser que trader rime avec jeunesse. J'aime le trading et je pense que c'est un métier que l'on peut pratiquer longtemps, pour autant que l'on n'oublie jamais qu'il existe une vie en dehors de la gestion de ses positions»

PHILIPPE GOUGENHEIM – UNIGESTION

tants. En 2003, j'ai pris conscience qu'il était impossible d'aller plus loin dans ce domaine et j'ai entrepris de travailler sur le projet de lancer notre propre hedge fund, en créant d'abord une équipe de trading pour compte propre de la banque.

**B&F: C'est alors que vous êtes approché par la société de hedge funds new-yorkaise Millenium Partners, chez qui vous entrez en décembre 2005 et au sein de laquelle vous resterez jusqu'en septembre 2008. Vous étiez alors directeur exécutif, quelle a été votre tâche?**

**PH.G.:** A l'origine, Millenium avait l'intention de renforcer sa position en Angleterre. Mais connaissant les importantes ressources de la place de Paris, notamment en traders, je les ai incités à y créer leur plateforme, plateforme que j'ai mise sur pied et développée pendant trois ans, tout en étant responsable d'équipes de trading. En 2008, désireux de réorienter ma carrière, je me suis vu proposer une alternative satisfaisante par Man.

**B&F: Effectivement, en bon trader, vous choisissez octobre 2008, juste après la faillite de Lehman et juste avant l'éclatement du scandale Madoff, pour rejoindre Man, ce vieux routier de la gestion alternative – connu pour son produit phare AHL Diversified, pur produit de trading géré selon une approche quantitative systématique – qui avait racheté RMF, laquelle sera durement affectée du fait de ses investissements dans Madoff. Mais quel était précisément votre rôle?**

**PH.G.:** J'étais sous la responsabilité directe du CEO et, tout en étant président du Comité d'investissement de Man Investments, mon rôle était de développer de nouveaux produits. Mon expérience à la Société Générale dans le développement de produits structurés et ma bonne connaissance des marchés et produits financiers se sont avérées très utiles, car il faut posséder un «bon sens macro» pour savoir élaborer le bon produit au bon moment. Une de mes idées était de parvenir à marier gestion ▶

▶ classique et gestion alternative au sein d'un même produit: elle a trouvé sa concrétisation dans un produit lancé en novembre 2009 et qui allie le AHL Diversified à un ETF sur l'or géré par la Banque Cantonale de Zurich.

Entre-temps, le 1<sup>er</sup> juillet 2009, suite à l'affaire Madoff, Man décide de se réorganiser et de fusionner ses différentes entités, à savoir RMF, Glenwood et Man Global Strategies.

«Dans l'industrie des fonds de hedge funds en général, je pense que l'allocation dynamique n'est pas assez présente»

PHILIPPE GOUGENHEIM – UNIGESTION

Cette évolution ayant eu pour effet de dissoudre mon groupe, j'ai été nommé Senior Portfolio Manager pour les produits structurés qui représentaient quelque 15 milliards de dollars et un taux de profit très significatif. Après avoir mis en place les outils pour gérer ce type de produits, leurs allocations étant fixes, il ne restait pas grand-chose à faire pour le trader que je suis. Ma mission auprès de Man était accomplie et il n'était guère possible de progresser au sein de l'entreprise réorganisée. C'est alors que j'ai rencontré Patrick Fenal, avec qui le courant a immédiatement passé. Nous possédions une culture commune si bien que, des deux côtés, la décision a été évidente.

**B&F: Ce n'est cependant pas tout à fait la même taille d'entreprise que celles au sein desquelles vous aviez opéré jusqu'alors...**

**PH.G.:** La taille n'est pas fondamentale; l'important, c'est le plaisir de travailler ensemble. Pour moi, l'essentiel est de rejoindre une structure de type entrepreneurial dans laquelle les possibilités de développement sont nombreuses et qui possède des bases solides. Par là, j'entends une bonne équipe, des produits robustes dans toutes les conditions de marché, des processus de gestion solides et une gestion rigoureuse des risques.

**B&F: A première vue, pour un «trader», Unigestion représente plutôt un environne-**

**ment très «cosy», une quête permanente de recherche de faible volatilité, jusque dans les actions où elle se distingue par son approche «minimum variance». Ne craignez-vous pas l'ennui d'un long fleuve tranquille?**

**PH.G.:** Le trading c'est avant tout la gestion des risques.

**J.-F.H.:** Bernard Sabrier, le président d'Unigestion, dit toujours que la gestion peut se résumer à trois décisions: acheter, vendre ou ne rien faire. Et la plus difficile des trois est bien de ne rien faire...

**B&F: Vous avez passé le seuil d'Unigestion il y a peu. Quelle sera votre première tâche?**

**PH.G.:** Je ne vais rien révolutionner, ni en termes de processus, ni en termes d'équipe, ni en termes de produits. Ma tâche première sera d'établir le dialogue avec les équipes et la clientèle, tout en approfondissant ma connaissance des produits. Dans l'industrie des fonds de hedge funds en général, je pense que l'allocation dynamique n'est pas assez présente.

**B&F: Compte tenu des contraintes de liquidités imposées par les gérants sous-jacents, n'est-il pas difficile de faire varier ses allocations?**

**PH.G.:** Certes. Je suis bien conscient de conduire un pétrolier et non pas un hors-bord, mais cela n'empêche pas de regarder loin devant. Le fait que, sur le long terme, les incertitudes soient nombreuses n'est pas une raison suffisante pour se cantonner à l'immobilisme. Paradoxalement, l'industrie financière a la mémoire courte; elle regarde trois mois en arrière mais jamais sur les vingt dernières années. En ce qui me concerne, j'aurais plutôt tendance à travailler sur un horizon de deux à cinq ans et à tâcher d'identifier les stratégies les plus prometteuses. Evidemment, cela suppose d'être en mesure de bien analyser l'environnement de marché et de très bien connaître ses gérants. Chez Unigestion, la plupart des analystes de hedge funds possèdent des expériences directes du marché et, à mon avis, il s'agit une condition essentielle pour comprendre les gérants auxquels ils s'adressent, l'analyse seule ne suffit pas.

**B&F: Venons-en à la situation générale sur le marché des hedge funds. Les UCITS III font couler beaucoup d'encre. Unigestion paraît plutôt sceptique vis-à-vis de cette nouvelle enveloppe. Pour quelles raisons?**

**J.-F.H.:** Dans le domaine des hedge funds, nous ne croyons guère à la liquidité mensuelle, voire plus fréquente. Par ailleurs, la position dans un hedge fund donné est limitée à 10% des actifs d'un fond de fonds. En revanche, le levier que peut prendre ce hedge fund n'est pas limité. Par conséquent, et cela a été démontré, dans le cadre de UCITS III, il est possible de reproduire une structure de type LTCM. Je pense que le gros risque de cette nouvelle «enveloppe», c'est précisément un accident de ce type.

**B&F: Malgré l'affaire Madoff, on a parfois l'impression que rien n'a changé. Les nouveaux fonds promettent des rendements à deux chiffres et, comme le montre une récente étude, la transparence reste toujours le parent pauvre de votre industrie. Qu'en pensez-vous?**

**PH.G.:** Les partisans de la transparence sont très nombreux, mais, concrètement, que peuvent-ils en tirer? Même si un gérant donne toutes ses positions, l'investisseur obtient au mieux une photo statique. Imaginez qu'il s'agisse d'un CTA, cette photo ne correspond déjà plus à la réalité de son portefeuille puisque ses positions bougent sans arrêt. Même sans cela, quel investisseur est réellement en mesure d'analyser toute l'information qui lui est fournie?

«Vous n'avez jamais vu quelqu'un demander à l'UBS toutes ses positions avant de procéder à l'achat d'une de ses actions!»

PHILIPPE GOUGENHEIM – UNIGESTION

**J.-F.H.:** J'ajouterais que, suivant les fonds, le portefeuille peut arriver jusqu'à 10 000 lignes...

**PH.G.:** Je trouve tout de même paradoxal que l'investisseur actions se montre beaucoup moins pointilleux que l'investisseur en fonds de hedge funds. Vous n'avez jamais vu quelqu'un demander à l'UBS toutes ses positions avant de procéder à l'achat d'une de ses actions!

**B&F: Il n'existe donc aucun espoir d'amélioration de la transparence pour**

**l'investisseur lambda. Sa seule alternative réside-t-elle dans le recours aux professionnels de l'analyse?**

**J.-F.H.:** Effectivement, mais cela ne nous empêche pas d'œuvrer pour une meilleure transparence. J'en veux pour preuve l'engagement de Patrick Fenal, qui a présidé le projet de l'AIMA (Alternative Investment Management Association) concernant les recommandations de transparence et les règles de bonne conduite. L'avantage de ces règles, établies par des spécialistes de l'industrie, réside dans le fait qu'elles collent à la réalité, ce qui n'est pas forcément toujours le cas de celles édictées par le régulateur. Nous avons vu récemment un régulateur demander à un client qu'il lui élabore un stress test sur la base d'une hypothèse de baisse des taux de 3% en Suisse!

**B&F: En ce qui concerne vos processus de due diligence, ont-ils évolué?**

**J.-F.H.:** Leur structure fondamentale ne change pas, mais ils sont constamment adaptés. Notre due diligence est effectuée par quatre équipes différentes; chacune, examine le fonds sous un angle différent, à savoir l'investissement, l'opérationnel, la réputation, l'analyse quantitative. Chaque équipe possède un droit de veto sur le choix d'un fonds: souvent le veto vient d'ailleurs de l'opérationnel, ce qui est assez logique, puisque c'est là le principal point faible des hedge funds en général. Bernard Sabrier et Patrick Fenal peuvent également imposer leur veto, mais ils n'ont pas la possibilité de favoriser un fonds. Et, en tout temps, le processus et les veto sont respectés, ce qui évite les dérapages.

**B&F: Avez-vous constaté une évolution au niveau des consultants?**

**J.-F.H.:** Ils se comportent avec nous de la même manière que nous avec nos gérants. Et je constate qu'ils s'attachent désormais beaucoup plus à l'analyse des risques opérationnels (solidité de la société, règles déontologiques, absence de conflits d'intérêt, etc.)

**B&F: Concernant les performances des fonds de hedge funds suisses, les derniers chiffres publiés ne sont pas très affriolants. Qu'en pensez-vous?**

**PH.G.:** Vous connaissez le danger des moyennes... Il faudrait analyser les résultats en détail et distinguer les fonds affectés



«Dans le domaine des hedge funds, nous ne croyons guère à la liquidité mensuelle, voire plus fréquente»

JEAN-FRANÇOIS HIRSCHÉL – UNIGESTION

par Madoff des autres. Cela dit, considérer simplement la performance est trompeur. Je pense qu'il faut regarder ce qu'apporte la performance des hedge funds à un portefeuille dans une optique de gestion globale des actifs.

**B&F: Bien des publications ont fait leurs titres sur la fin des fonds de hedge funds. Vous sentez-vous moribonds?**

**J.-F.H.:** Savez-vous que les fonds de pension anglais, entrés tardivement sur ce marché dans l'optique d'utiliser leurs positions en hedge funds comme substituts aux actions, sont les premiers à être revenus sur les hedge funds?

**PH.G.:** Les hedge funds représentent 1,5% d'une épargne mondiale en croissance. Certains institutionnels leur allouent 10%. Je ne pense pas que, globalement, la part dévolue à la gestion alternative atteigne une telle proportion, mais il existe une énorme marge de croissance... pour les hedge funds comme pour les fonds de hedge funds. Et ce qui parle en faveur de ces derniers, c'est que la sélection est un métier compliqué, qui exige des moyens importants et une grande expérience.

**J.-F.H.:** Aujourd'hui, les caisses de pension se trouvent décontenancées. Sur un, trois,

cinq et dix ans, les actions n'ont pas vraiment dégagé les rendements que l'on aurait pu en attendre, une situation d'autant plus préoccupante qu'elle remet en question les schémas d'allocation d'actifs traditionnels. C'est la raison pour laquelle de nombreuses caisses de pension s'intéressent aujourd'hui aux hedge funds, la barrière étant évidemment le risque de réputation.

**B&F: Et la difficulté de vendre «de la pure spéculation»... une image qui colle à la peau des gérants de hedge funds. Même aux plus conservateurs d'entre eux?**

**J.-F.H.:** Oui, mais je constate également que ces institutionnels sont en train de passer d'un raisonnement très «benchmarké», c'est-à-dire axé sur les résultats par rapport à un indice de référence, à une approche pragmatique qui consiste à répondre à la question: comment dégager suffisamment de rendements pour payer ce que je dois à mes cotisants? Partant de là, la réponse est naturellement le rendement absolu, que ce soit à travers des hedge funds ou, comme nous le voyons de plus en plus, à travers des stratégies telles que la «variance minimale». ■

V.B.