

## HEDGE FUNDS

# Home, sweet home!

Genève compte quelques gérants sophistiqués et efficaces, même au sein des pires tourmentes. Affichant une performance proche de 20% pour son hedge fund centré sur l'arbitrage de volatilité, la société de gestion genevoise Dominicé & Co compte au nombre des gérants très demandés par des investisseurs lassés du monétaire et qui ont cessé de croire que l'Eldorado est forcément outre-Atlantique.

*Propos recueillis par  
Véronique BÜHLMANN*

**A**près le grand nettoyage de 2008, quelle vision les survivants ont-ils de l'industrie des hedge funds? Tel est le sujet de l'entretien ci-dessous, réalisé avec Michel et Jean-Evrard Dominicé, fondateurs de la société de gestion du même nom et gérants de fonds.

**Banque & Finance: Début mai 2009, la question à la une pour l'industrie des hedge funds touchait la réglementation et, en particulier, la nouvelle directive européenne concernant les gérants de hedge funds ou de fonds de private equity. Quel pourrait être son impact?**

**MICHEL DOMINICÉ:** Cette réglementation repose sur de forts présupposés idéologiques: le simple fait que l'on ait choisi de traduire «hedge fund» par «fonds spéculatif» me paraît symptomatique d'un certain état d'esprit. Aucune définition ne peut embrasser tout l'univers des hedge funds, mais, dans l'ensemble, ils ont tout de même cette caractéristique commune qui est d'éviter le risque de marché. Prenons notre fonds Cassiopée, il est aux antipodes de la spéculation puisqu'il se concentre sur l'arbitrage de volatilité et travaille sur les inefficiences de prix existant entre le court et le long terme. Il ne spéculé en aucune manière sur une direction de marché.

**B&F: Une fois encore, les hedge funds ne jouent-ils pas à merveille le rôle de boucs émissaires?**

**M.D.:** Effectivement, la crise n'a rien à voir avec les hedge funds! Les causes sont à



«Le simple fait que l'on ait choisi de traduire "hedge fund" par "fonds spéculatif" me paraît symptomatique d'un certain état d'esprit»

MICHEL DOMINICÉ – DOMINICÉ & CO

rechercher dans la bulle immobilière, dans le faible taux d'épargne aux Etats-Unis, dans la politique monétaire de la FED, dans la politique des changes de la Chine, dans le levier des banques, dans la titrisation, etc. En outre, il y a une question de taille: à lui seul le marché immobilier américain est d'une tout autre envergure que le marché mondial des hedge funds.

**JEAN-EVRARD DOMINICÉ:** A travers cette réglementation, on cherche à contrôler des hedge funds du type LTCM qui pourraient représenter un risque systémique. Mais on oublie que s'ils peuvent représenter un tel risque, c'est bien parce que les banques leur

permettent d'avoir un levier très exagéré! C'est donc d'abord au niveau des banques que doit intervenir le contrôle des risques.

**M.D.:** Plutôt qu'ajouter de nouvelles dispositions légales, il serait préférable de donner davantage de moyens à ceux qui sont censés vérifier l'application des dispositions existantes. Telles que je les ai comprises, les nouvelles dispositions sont, pour l'essentiel, des doublons; doublons qui représentent une charge de travail supplémentaire pour les gérants, pour les banques et pour les Etats. En outre, avec cette directive, l'Union européenne se tire une balle dans le pied: elle risque de déclencher un

► mouvement de fuite de l'industrie vers des terres plus accueillantes, comme la Suisse par exemple.

**B&F:** Dans le cas Madoff aussi, la réglementation vous paraissait-elle suffisante?

**M.D.:** Dans ce cas, il n'existait aucune séparation des fonctions puisque la même société était à la fois dépositaire, comptable et gérant. C'est une situation qui n'aurait pas été possible au Luxembourg. En outre, l'auditeur n'avait que la société Madoff comme client, une situation qui est égale-

«Il y a plus de place pour les survivants et donc un potentiel de performance supérieur»

ment anormale. Enfin, cette société était contrôlée chaque année par la SEC, ce qui tendrait à montrer que cette dernière manque singulièrement de moyens. Il s'agit donc d'un problème de réglementation purement américain.

**J.-E.D.:** Imaginez qu'une affaire de cette ampleur ait éclaté en Suisse, où l'autorité de surveillance est la FINMA. Vous pouvez être certain que les Américains auraient immédiatement exigé que l'ensemble des clients soient intégralement remboursés!

**M.D.:** Quelle que soit la législation et comme l'a montré le cas Kerviel – qui n'est, soulignons-le, pas un cas de hedge fund –, rien, ni le contrôle interne qui ne pouvait pas ne pas voir ce qui se passait, ni Eurex, qui a averti la banque de ces positions à risque très élevé, rien ne peut totalement empêcher les mauvaises pratiques!

**B&F:** Côté réglementation, il semble y avoir également beaucoup de remue-ménage autour des ventes à découvert. Qu'en pensez-vous?

**M.D.:** Je pense qu'elles jouent le rôle de révélateur et, dans ce sens, elles sont plutôt bénéfiques: elles empêchent, par exemple, que certains titres n'atteignent des niveaux stratosphériques.

**J.-E.D.:** En fin de compte, on ne peut pas mentir sur les fondamentaux. Mais il existe une énorme résistance psychologique par rapport au fait d'investir sur une baisse.

**B&F:** Parlons de la demande. Quels ont été les principaux déterminants de son évolution récente?

**M.D.:** Le recul de la demande peut être imputé essentiellement à deux facteurs. Le premier est la performance des hedge funds. Beaucoup d'investisseurs ont été déçus, parce que le miracle qu'ils attendaient ne s'est pas produit. Sachant que l'indice global des hedge funds est assez corrélé aux Bourses actions, il paraissait assez évident que ce type de fonds ne pourrait pas sortir totalement indemne d'une

période de fortes baisses. Par ailleurs, s'agissant d'une crise de crédit, il était évident que des stratégies de type arbitrage de convertibles ne pouvaient que souffrir alors que d'autres, indépendantes, et des actions et du crédit – comme les CTA (Commodity Trading Advisors) – s'en sortiraient plutôt bien. Compte tenu de ces éléments, les performances de l'industrie, l'année dernière, ne peuvent pas vraiment être considérées comme surprenantes. Cela dit, on a vu se créer beaucoup de hedge funds qui n'en avaient que le nom et le niveau de commissions, mais qui étaient, en fin de compte, gérés de manière traditionnelle. Sur cette question des performances est venue se greffer, mi-décembre, l'affaire Madoff que l'on peut considérer comme le véritable point de départ d'une crise de confiance de la part des investisseurs.

**B&F:** Institutionnels et privés ont-ils réagi de manière similaire?

**M.D.:** Côté institutionnel, et ici je pense plus particulièrement aux fonds de hedge funds, ils sont allés chercher la liquidité là où elle se trouvait et, par exemple, dans un fonds comme le nôtre, à liquidité mensuelle. Côté privé, c'est essentiellement la défiance après l'affaire Madoff qui a motivé les demandes de remboursement. Cela dit, les investisseurs sont toujours à la recherche de produits qui marchent. Et, en fin de compte, le cas Madoff pourrait nous être bénéfique. Alors qu'avant, rien ne pouvait

## PROFIL DU FONDS

### Les trois mousquetaires

Fonds d'arbitrage de volatilité, Cassiopée est géré suivant la même stratégie depuis mars 2004. «Fondamentalement, expliquent les gérants, notre stratégie est une mathématisation d'une observation issue de la finance comportementale, à savoir la myopie des investisseurs. Nous avons identifié ce phénomène il y a longtemps mais, jusqu'en mars 2004, nous ne disposions pas des instruments pour le traduire dans la pratique, les futures sur la volatilité n'ayant été créées qu'à cette époque.» Aujourd'hui encore, ce phénomène de la myopie est relativement peu étudié, même dans la sphère académique. Comme le souligne l'un des gérants:

«Même Robert Shiller (l'un des papes de la finance comportementale) ne mentionne pas cette aberration dans son ouvrage sur la volatilité.» Cela explique que, parmi tous les fonds d'arbitrage de volatilité, Cassiopée ne compte aucun concurrent pratiquant une stratégie absolument similaire dans le monde entier.

Concrètement, le fonds est géré par quatre personnes. Un ingénieur télécoms est en charge des aspects purement techniques et un directeur administratif pourvoit au placement sans risque des liquidités. Les deux gérants à proprement parler, Michel et Jean-Evrard Dominicé, élaborent les équations qui

permettent de mesurer la qualité des conditions de marché. Pour simplifier, on peut dire qu'il s'agit de mesurer l'écart entre le temps utile (pour l'investissement sur le marché) par rapport au temps réel. Par exemple, une période incluant les fêtes de Pâques n'aura pas la même durée «utile» qu'une période sans fête majeure.

Pour mettre au point les équations utilisées dans la stratégie de gestion essentiellement quantitative, les gérants consacrent une bonne partie de leur temps à la recherche sur la volatilité ainsi que sur les produits proposés pour négocier sur cet actif. Comme le précise l'un d'eux: «Dans ce domaine, les

égaler un gérant ou un produit estampillé «New York», aujourd'hui, le fait d'être une société de gestion locale, en Suisse, le fait d'avoir une banque dépositaire et un auditeur connus, ainsi que le fait que nos investisseurs nous connaissent socialement, deviennent plutôt un avantage.

**B&F: Qu'en est-il de l'évolution des actifs sous gestion?**

**J.-E.D.:** Bien que nous ne soyons pas exposés aux marchés par notre stratégie, les montants qui nous sont confiés dépendent largement de la situation des marchés. Avec le rebond de ces derniers temps, la confiance revient et, avec elle, les actifs. A l'heure actuelle, les comptes de gestion de fortune de la place de Genève ont, en moyenne, 50% de liquidités. Ce n'est pas une situation qui peut durer! Les gérants de fortune doivent faire travailler cet argent et ils se repositionnent donc sur ceux qui sont parvenus à traverser 2008 sans encombre.

**B&F: Et du côté de l'offre? Après la phase de nettoyage de l'industrie en 2008, quelles sont les perspectives des survivants?**

**M.D.:** Pour 2008, on peut parler d'une sélection de type darwinien. L'année passée aura été une année de test pour l'industrie et non pas une année «fatale». Globalement, ceux qui ont survécu voient, tout à coup, leur champ d'action s'étendre considérablement. En outre, un certain nombre de banques ayant fermé leurs proprietary



«Si les hedge funds peuvent représenter un tel risque c'est bien parce que les banques leur permettent d'avoir un levier très exagéré»

JEAN-EVRARD DOMINICÉ – DOMINICÉ & CO

desks (ndlr: bureaux de négociation pour compte propre) considérés comme trop «dangereux», cela signifie qu'il y a plus de place pour les survivants et donc un potentiel de performance supérieur. Cela dit, les fonds de hedge funds doivent se réinventer

et se battre pour mettre en évidence leur plus-value. Pour nous, en tant que gérant de hedge funds, cette évolution se traduit par une pluie de requêtes et, depuis fin mai, nous enregistrons à nouveau des entrées nettes d'actifs. ■ V.B.

*contrats à terme ne sont pas disponibles en permanence. Faute de demande, certains peuvent être supprimés, il importe donc de suivre la création des nouveaux dérivés, lesquels sont les principaux outils d'investissement du fonds.»* Une autre partie importante de leur tâche consiste également à élaborer des outils de mesure et de contrôle des risques.

Depuis août 2004, et jusqu'à fin mars 2009, le fonds a dégagé une performance annuelle moyenne de 12,8% (en dollars, nette de frais) pour une volatilité de 8%, soit pratiquement inférieure de moitié à celle du S&P 500. Pour 2008, le modèle de market timing a bien

fonctionné jusqu'en septembre, période à laquelle le VIX a atteint un plus haut de 89, un niveau jamais vu jusque-là puisqu'il était pratiquement deux fois plus élevé que le pic précédent enregistré en septembre 2001. Comme le soulignent les gérants: «Nous sommes restés exposés et, malgré des vues sur les marchés actions qui se sont avérées erronées, le modèle a permis de bien gérer les arbitrages, ce qui valide sa valeur.»

Depuis lors, les performances sont étales, mais les gérants se montrent relativement optimistes pour 2009: «Nous avons bientôt bouclé un cycle complet de volatilité avec

*notre stratégie et nous nous dirigeons vers une période qui devrait lui être particulièrement favorable. En outre, depuis la crise, les marchés sont devenus encore plus myopes qu'ils ne l'étaient auparavant. L'horizon d'investissement s'est encore raccourci et se situe maintenant aux alentours d'un mois. C'est également un facteur très positif pour notre stratégie.»* Actuellement, les actifs sous gestion dans cette stratégie sont inférieurs à 200 millions de francs, mais les gérants estiment qu'elle pourrait se déployer sur des actifs de l'ordre du demi-milliard de francs. ■

V.B.