

Avec leurs rendements supérieurs aux actifs traditionnels et leur faible volatilité, les hedge funds attirent toujours de nombreux investisseurs. Néanmoins, ils restent risqués.

Hedge funds: des faiblesses dans la gestion des risques

Une étude sur le marché suisse des hedge funds a révélé des faiblesses dans les processus de gestion des risques. Elle souligne l'importance d'une bonne compréhension des risques lors d'investissements dans ce domaine.

PASCAL BOTTERON
RALPH VILLIGER



PASCAL BOTTERON

Manager chez Ernst & Young, responsable du groupe investissements alternatifs*.

* Pascal Botteron est professeur à Thunderbird, the American Graduate School of International Management ainsi qu'à l'institut de banque et finance de l'Université de Lausanne.

LE REDÉMARRAGE des marchés qui se fait attendre et les fortes incertitudes économiques actuelles rendent les investissements traditionnels peu attractifs. Lors des dernières fluctuations boursières, une classe d'investissements alternatifs est restée peu affectée par les événements du marché: les hedge funds. Ces derniers continuent d'attirer de nombreux investisseurs avec leurs rendements bien supérieurs aux actifs traditionnels, tout en gardant une volatilité proche d'actifs peu risqués. Néanmoins, même si ces derniers ont une volatilité faible, la plupart des professionnels du domaine sont d'avis qu'ils restent risqués. En effet, une faible volatilité dans la gestion alternative ne signifie pas forcément des risques réduits. C'est pourquoi la gestion des risques joue un rôle primordial dans l'allocation d'actifs en hedge funds. L'absence de réglementation

étatique est une des particularités des hedge funds. En effet, ces derniers sont des sociétés privées qui gèrent une fortune selon des règles non conventionnelles et fréquemment confidentielles. Souvent même, ils se servent de stratégies et de méthodes qui ne sont pas autorisées aux fonds conventionnels.

Ainsi l'utilisation de produits dérivés, la possibilité d'effectuer des ventes à découvert ne leur sont pas interdites. De plus, ils peuvent se doter d'une structure d'endettement importante (leverage) qui leur permet de disposer d'un capital plus grand pour générer leurs rendements.

Un grand nombre de catégories différentes

Beaucoup de gestionnaires parlent des hedge funds comme d'une classe d'actifs à part entière. Ceci n'est pas tout à fait correct et mérite quelques précisions. En effet, il n'existe pas un seul type de hedge funds, mais un grand nombre de catégories différentes ayant très peu de points

communs. Selon les angles d'approche, il y a au minimum 30 types de stratégies différentes dans le domaine des hedge funds (certains avancent le chiffre de 300). Chaque stratégie est exposée à plusieurs risques, par exemple, un fond global macro peut être très affecté par les fluctuations de change tandis qu'un fond distressed securities peut être lui plus affecté par les cycles économiques. On relèvera toutefois qu'il existe deux grandes catégories de hedge funds:

► Les hedge funds suivant une stratégie directionnelle, c'est-à-dire pariant sur une évolution du marché (favorable ou défavorable). Les catégories les plus célèbres sont les long/short (fonds prenant des positions «longues» sur des titres à la hausse et «shorts» sur des titres à la baisse) ou les fonds macro (fonds pariant sur les marchés émergents par exemple).

► Les hedge funds suivant une stratégie non directionnelle (market neutral), c'est-à-dire générant des profits en

Selon la stratégie adoptée, un hedge fund se trouve influencé par des risques spécifiques au marché sur lequel il opère, ainsi que par des risques opérationnels qui lui sont propres.

se basant sur des inefficiences de marché. Ces stratégies ne sont, théoriquement, pas affectées par les évolutions du marché. Dans ce domaine, les stratégies d'arbitrage sont les plus connues. Elles se caractérisent par un fort leverage car les inefficiences sur lesquelles les hedge funds font du profit sont en règle générale minimales. D'autres hedge funds de cette catégorie profitent d'événements spéciaux comme les fusions ou les annonces de dividendes.

La méthode de mesure de la volatilité

Au niveau de la mesure des risques pour les actifs financiers, le coefficient le plus connu, la volatilité, se situe pour un grand nombre de hedge funds au même niveau que pour le marché des obligations. Même si cette vola-

tilité est faible, les hedge funds gardent une performance toujours très attractive, bouleversant la théorie classique qui veut qu'une bonne performance attendue soit positivement liée à une haute volatilité. Dès lors, les hedge funds sont des instruments rêvés pour les investisseurs déçus par la performance du marché des deux dernières années.

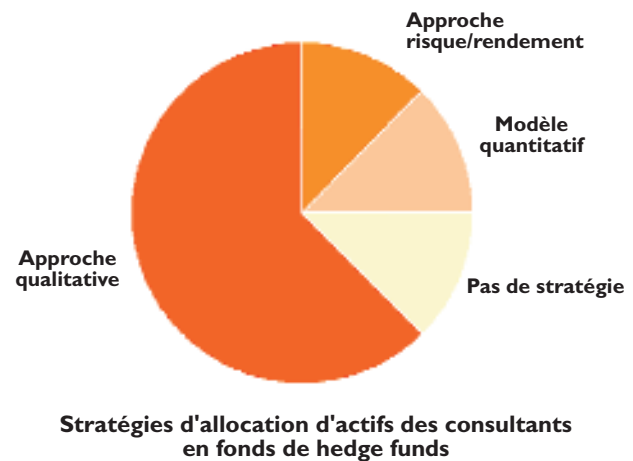
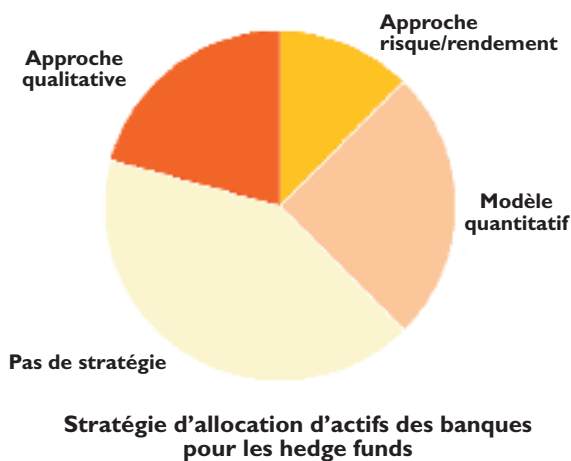
Toutefois, en matière de hedge funds, une faible volatilité ne signifie pas forcément peu de risques. D'une part, la façon de mesurer la volatilité d'un hedge fund réduit le niveau de cette dernière. En effet les données utilisées pour produire la mesure de la volatilité sont des données mensuelles et donc toutes les fluctuations qui ont eu lieu entre deux mesures mensuelles ne sont pas prises en

compte dans la mesure de la volatilité produite. D'autre part, les risques affectant les performances des hedge funds sont différents de ceux qui affectent les actions ordinaires. Une action ordinaire telle que Nestlé est affectée par les mouvements du marché (risque systématique) et par des événements qui lui sont particuliers tels que des annonces d'acquisitions. Un hedge fund, selon la stratégie qu'il adopte, est influencé par des risques très spécifiques au marché sur lequel il opère ainsi que par des risques opérationnels qui lui sont propres tels que des systèmes informatiques défectueux ou une forte dépendance à une personne.

En examinant de plus près le fonctionnement de l'industrie des hedge funds, nous pouvons avoir une vue claire des

Stratégies d'allocation d'actifs

Pour comprendre ses risques de marché, l'investisseur doit se baser sur les données historiques des hedge funds dans lesquels il a investi. Cette analyse lui permettra d'établir si les risques de marché sont réellement diversifiés ou alors si les hedge funds restent exposés à un risque de marché particulier. Pour effectuer ces analyses, les investisseurs doivent se doter, d'une part, d'outils permettant la mise en place d'une stratégie d'allocation d'actifs et, d'autre part, de données permettant d'effectuer une analyse historique des hedge funds analysés. Le graphique montre que les intermédiaires financiers ne disposent pas tous réellement des outils nécessaires pour procéder à une gestion des risques appropriée.



En investissant dans plusieurs stratégies selon des critères de sensibilité clairement définis, les différentes expositions aux risques de marché peuvent être réduites voire éliminées.



RALPH VILLIGER

Ingénieur mathématicien de l'EPFL, membre du groupe d'investissements alternatifs de Ernst & Young.

risques qui y sont associés. Premièrement, les hedge funds sont actifs sur les marchés financiers et s'exposent donc naturellement aux risques de marché. Ces risques sont les risques de cours d'action, de matières premières, d'obligation, de taux d'intérêt, de taux de change, etc. Deuxièmement, de par leur structure non réglementée, les hedge funds peuvent choisir leur stratégie sans la communiquer aux investisseurs. Dès lors, le hedge fund prend des risques qui peuvent être difficilement calculables pour l'investisseur. Nous avons mentionné précédemment que même si de nombreux hedge funds ont une faible volatilité, ils restent très risqués. Des études académiques¹ ont montré que chaque année 20% des hedge funds disparaissent des listings. Parmi ces 20%, deux raisons majeures expliquent ces disparitions. La première est la faillite de hedge funds liée à des performances désastreuses ou à une escroquerie. La seconde est la décision de fonds excellents de ne plus être mentionnés étant donné qu'ils ont atteint la taille critique pour mener à bien leurs stratégies.

Enfin, un risque tout particulier aux hedge funds est le leverage, c'est-à-dire la possibilité qu'ont les hedge funds de contracter une dette conséquente. Souvent les hedge funds qui se basent sur des modèles d'arbitrage se servent du leverage. Le leverage amplifie les gains réalisés, mais peut aussi fortement détériorer les pertes. Si le hedge fund effectue une erreur telle que l'uti-

lisation d'un mauvais modèle, ce dernier risque tout simplement de tout perdre et de disparaître.

Comment réduire l'exposition du fonds

Comme déjà relevé, les hedge funds sont exposés à deux grandes classes de risques: les risques de marché et les risques opérationnels (particuliers à chaque hedge fund). Au niveau des risques de marché, un investisseur en hedge funds fait face à plusieurs risques économiques. Le risque de marché paraît être faible pour certaines stratégies et élevé pour d'autres. Ceci dépend des expositions des différents hedge funds par rapport à l'univers des risques présents sur les marchés financiers. Suivant sa stratégie d'allocation d'actifs, un investisseur non diversifié peut très bien se trouver avec une sensibilité excessive par rapport à un certain paramètre de marché alors que la volatilité du hedge fund dans lequel il est investi ne donne aucun signe d'alarme.

En investissant dans plusieurs stratégies (i.e. un portefeuille de hedge funds) selon des critères de sensibilité clairement définis, les différentes expositions aux risques de marché peuvent être réduites, voire éliminées. Une telle diversification peut aussi permettre à l'investisseur d'orienter son investissement en fonction de son appétit du risque par rapport à certains critères économiques tels que les taux d'intérêt ou les taux de changes. Les hedge funds qui composent le portefeuille doivent donc être choisis sur la

base de ces critères économiques. Ce choix doit être effectué sur la base d'une analyse poussée des rendements passés du hedge fund ainsi que sur la base d'une due diligence auprès des fonds qui permettra de bien comprendre les expositions du fonds aux risques de marché.

Evaluer les risques opérationnels

Le but d'une due diligence est de bien comprendre l'exposition aux risques de marché, mais aussi d'évaluer les risques opérationnels auxquels chaque hedge fund s'expose. L'appréciation des risques opérationnels lors de la due diligence est une tâche très complexe. En effet, la nature privée des hedge funds ne les oblige pas à être transparents, ce qui ne permet pas d'avoir un contrôle clair sur les activités journalières du hedge fund. Les risques opérationnels sont alors évalués en couvrant tous les aspects de structure, processus, législation, compétences et organisation.

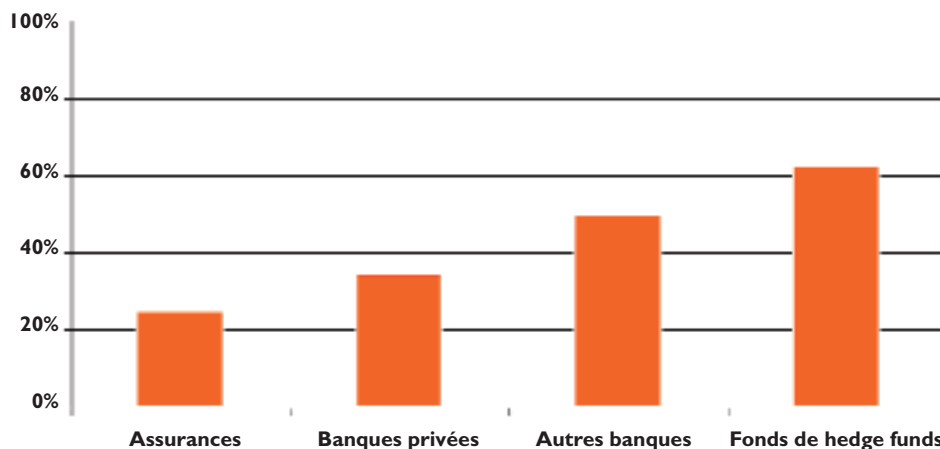
Cette analyse permet en particulier de bien identifier la stratégie du fonds, d'évaluer la crédibilité de ses managers, d'estimer leur aptitude à implémenter leur stratégie, de savoir comment une liquidité permanente est assurée, de savoir si l'infrastructure en place est adéquate, etc. De manière générale, la due diligence contribue à rendre le fonds beaucoup plus transparent pour l'investisseur, c'est-à-dire à réduire l'asymétrie d'information entre l'investisseur et le hedge fund. Les connaissances acquises

(1) W. Fung and D. Hsieh, «Performance Characteristics of Hedge Funds and CTA Funds: Natural Versus Spurious Biases», *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 2000, Vol. 10, No. 3, pp. 291-307.

Pour construire un portefeuille de hedge funds, il ne suffit pas de savoir conduire une due diligence, mais il faut aussi pouvoir opérer des analyses quantitatives des rendements.

Intermédiaires financiers disposant d'un gestionnaire des risques

62,5% des fonds de hedge funds disposent d'un gestionnaire des risques, dont la grande majorité a été engagée lors des deux dernières années. Ceci confirme la prise de conscience des intermédiaires financiers pour le contrôle des risques en matière d'investissements en hedge funds.



au cours de la due diligence permettent à l'investisseur (ou à l'intermédiaire financier) de formuler sa décision d'intégrer ou non le hedge fund dans son portefeuille.

La construction d'un portefeuille

Premièrement, la conduite d'une due diligence nécessite beaucoup d'expérience et de connaissances spécialisées liées à toute la gestion technique et opérationnelle d'une société d'investissement. Ceci comprend en particulier une connaissance approfondie des marchés financiers, des fonctions de contrôle de risques, des questions juridique et de gestion de produits financiers complexes. Pour construire un portefeuille de hedge funds, il ne suffit pas de savoir conduire une due diligence, mais il faut aussi pouvoir opérer des analyses quantitatives des rendements des hedge funds. Cette analyse doit montrer si ces

derniers sont exposés à certains changements de marché et si oui dans quelle mesure. Pour garantir un portefeuille qui corresponde toujours aux besoins de l'investisseur et soit toujours suffisamment diversifié, l'allocation doit se faire de façon dynamique, c'est-à-dire qu'elle doit être constamment réajustée en fonction des informations nouvelles sur les hedge funds dans lesquelles le portefeuille est investi.

Investir dans les hedge funds requiert donc de nombreuses compétences qui ne sont que faiblement maîtrisées par les investisseurs. C'est la raison pour laquelle ces derniers délèguent souvent la construction du portefeuille soit à un intermédiaire financier, soit à un consultant en fonds de hedge funds (advisor) ou à une banque. De plus l'investisseur, via ces intermédiaires financiers, peut avoir accès à beaucoup plus de hedge funds, ceux dans lesquels les intermédiaires financiers sont

déjà investis pour le compte d'autres investisseurs.

Part des hedge funds: 20 à 25% de la fortune

L'étude d'Andersen s'est intéressée à la situation en matière d'investissements en hedge funds sur le marché helvétique. En particulier, elle s'est concentrée sur les préférences des investisseurs ainsi que sur l'infrastructure en place (offre de services et gestion des risques) qui est offerte par les intermédiaires financiers. La Suisse peut être vue comme représentative au côté des intermédiaires financiers, car plus de 100 milliards de dollars de masse sous gestion en hedge funds proviennent de la Suisse, ce qui correspond à 20-25% de la fortune globale investie dans les hedge funds. Parmi les investisseurs, nous trouvons surtout des caisses de pension, mais aussi d'autres investisseurs institutionnels et des high net worth individuals (individus

Le marché devrait suivre une phase de consolidation qui forcera les intermédiaires financiers à un meilleur suivi des portefeuilles ainsi qu'à un ajustement dynamique de ces derniers.

fortunés). Vu la complexité d'un investissement diversifié en hedge funds, les investisseurs préfèrent sous-traiter la construction et la gestion d'un portefeuille de hedge funds à des intermédiaires financiers. L'étude a montré que la gestion des risques au sein de nombreux intermédiaires financiers en est encore à ses débuts dans plusieurs domaines.

Une approche qui reste très conservatrice

Au niveau de la conduite des due diligence par les intermédiaires financiers, leur approche reste très conservatrice. Ces derniers préfèrent toujours investir dans des fonds ayant une taille significative, un âge minimum de trois ans et un bon track record. Cette approche peut paraître sûre, mais le fait que ces types de hedge funds soient le plus souvent fermés va mener les banques à devoir développer des approches de due diligence plus approfondies pour être à même d'investir dans des hedge funds plus jeunes.

Au niveau de la construction de portefeuille (composition d'un portefeuille diversifié), les intermédiaires financiers se basent surtout sur des critères qualitatifs et non sur des modèles d'allocation d'actifs. Il en résulte un risque élevé de mauvaise diversification pouvant mener à une sous-performance élevée du portefeuille de hedge funds (voir graphiques page 93).

Au niveau du contrôle des risques, seuls quelques intermédiaires financiers utilisent des méthodes quantitatives

pour les apprécier et des bases de données pour vérifier leurs analyses. Il ressort aussi de l'étude d'Andersen que le recrutement de gestionnaires des risques s'est fortement accru durant les deux dernières années, montrant ainsi une prise de conscience de la faiblesse de la gestion des risques dans le secteur des investissements en hedge funds. Nous observons en particulier que les consultants en fonds de hedge funds se sont dotés plus rapidement de gestionnaires de risque que les autres intermédiaires financiers (voir graphique page 95). Finalement nous relèverons que pour le reporting à leurs clients, les intermédiaires financiers ont encore beaucoup de lacunes à combler. En effet, le client n'est souvent pas au courant des risques de concentration de ses positions. De plus, les indicateurs de risques autres que la volatilité ne sont que très rarement mentionnés.

Nombre d'opportunités sont à saisir

Il est clair que les intermédiaires financiers ont encore beaucoup à faire en terme de gestion des risques. Jusqu'à présent, la plupart d'entre eux se sont concentrés sur le contrôle des risques opérationnels en négligeant le contrôle des risques de marché. En premier lieu, vu l'essor de cette industrie et l'intérêt grandissant des investisseurs pour les hedge funds, les intermédiaires financiers devront rapidement investir dans de nouveaux hedge funds n'offrant pas toutes les garanties des hedge funds traditionnels

qui eux resteront fermés. En second lieu, il s'agira de construire des outils permettant de bien appréhender les risques de marché et de les neutraliser si besoin est.

L'étude montre que l'ensemble de la profession en est à ses débuts. Seul un certain nombre d'institutions semblent aujourd'hui réellement capables de conduire une gestion active de leurs investissements en hedge funds. De ce fait, de nombreuses opportunités restent à saisir en particulier dans la vulgarisation de ce type d'investissement et la maîtrise des risques qui en découlent. Parmi les grands traits des développements futurs en matière d'investissements en hedge funds, nous en retiendrons deux. En premier lieu, il faut clairement améliorer les processus d'identification et de mesure des risques.

En second lieu, il est vraisemblable que le marché suivra une phase de consolidation comme indiqué par l'acquisition de RMF par Man. Cette phase forcera les intermédiaires à améliorer leurs services à la clientèle. Ces services passeront obligatoirement par un meilleur suivi des portefeuilles et un ajustement dynamique de ces derniers. Ceci doit être communiqué aux clients sous forme de rapports complets décrivant clairement les expositions aux risques. Les intermédiaires financiers qui disposeront d'une gestion des risques sophistiquée combinée à un service à la clientèle de bonne qualité seront sans aucun doute les gagnants de demain. ■

POUR EN SAVOIR PLUS

• «Investing in Hedge Funds, survey on the risk approach adopted by the Swiss Marketplace».

Vous pouvez obtenir l'étude complète chez Ernst & Young gratuitement en envoyant un e-mail à fabienne.hoerler@eycom.ch