

# FONDS DE COUVERTURE ET GESTION DES RISQUES DES PORTEFEUILLES

par *Mathieu Larochelle, CAIA, CFA*

*Analyste de recherche principal, Fonds de couverture, Pavilion Groupe Conseils Ltée*

Les participants du secteur des fonds de couverture n'ont pas toujours la même définition de la gestion des risques. Cela s'explique probablement par la nature dynamique des risques et les différents degrés d'importance ou d'intérêt que revêtent les facteurs de risque pour différentes parties. Par exemple, on dit souvent que les gestionnaires de fonds de couverture tendent à avoir une vision très étroite ou granulaire des facteurs de risque dans leurs portefeuilles (en fonction de leurs positions), alors que les investisseurs ont une vision globale du portefeuille limitée aux flux de rendement ou aux principales positions. Chez Pavilion, nous scindons la gestion des risques en deux catégories : le risque de marché (qui devrait être récompensé par une performance proportionnelle à son ampleur) et le risque opérationnel, autre que de marché, qui ne peut avoir qu'une incidence négative sur le rendement du fonds et ne devrait pas être rétribué. Cet article porte essentiellement sur le premier type de risque.

Les pratiques de gestion des risques aident les gestionnaires à la fois à surveiller et à réduire les expositions de leurs fonds à des risques non justifiés, et à réduire les expositions à des risques de pertes. Historiquement, les fonds de couverture investissaient peu dans des systèmes de gestion des risques à part quelques feuilles de calcul peu élaborées et offraient peu de transparence concernant les stratégies, le risque et les perspectives du marché. Depuis la crise financière de 2008, le regard plus critique des autorités de réglementation et du public combiné à un renforcement des règles de conformité et de contrôle exercent une pression non négligeable sur les fonds de couverture pour qu'ils contrôlent le risque et soient plus transparents.

La réussite d'un processus de gestion des risques passe par la concentration sur l'importance i) de l'établissement d'un cadre de gestion des risques adéquat, ii) la création de la fonction de gestion des risques et sa séparation des activités de négociation du portefeuille et iii) l'investissement dans des systèmes de gestion des risques spécialisés (élaborés à l'interne ou obtenus de fournisseurs tiers) qui permettent à la société de surveiller adéquatement le portefeuille. Une étude<sup>1</sup> récente relevait que 84 % des fonds de couverture ont recours à des outils d'analyse standardisés pour une portion de leurs systèmes de gestion de portefeuille ou de négociation.

Le processus d'investissement en vérification diligente nécessite une compréhension approfondie de l'approche de la gestion des risques adoptée par le gestionnaire, des éléments reconnus comme les plus importants et de la manière dont le gestionnaire mesure ces composantes du risque. Cette structure de gestion des risques doit être accompagnée d'une fonction de surveillance efficace avec des liens hiérarchiques indépendants de ceux qui gèrent le portefeuille. La même étude<sup>2</sup> notait que 79 % des sociétés séparent leurs fonctions de gestionnaire de risque de celles de gestionnaire de fonds pour assurer une supervision indépendante.

Les incitations du gestionnaire à mettre en œuvre de bonnes pratiques de gestion des risques dépendent d'un certain nombre de caractéristiques du fonds :

**1) Levier :** Une part plus grande d'emprunts accroît l'exposition du fonds aux variations de valeur des actifs. Des pertes de valeur importantes peuvent déclencher des appels de marge des prêteurs et des encaissements par les investisseurs, qui peuvent

tous deux obliger le gestionnaire à liquider à rabais le portefeuille. De plus, les créanciers peuvent exiger implicitement ou explicitement un niveau minimum de gestion des risques dans les ententes contractuelles ou les clauses restrictives. Par conséquent, les fonds qui emploient plus de levier ont tout intérêt à avoir une bonne gestion des risques.

**2) Taille du fonds :** Le coût de la mise en place et de l'application de pratiques de gestion du risque diminue à mesure que la taille du fonds augmente.

**3) Alignement des intérêts :** Les gestionnaires de fonds qui ont investi une part importante de leur valeur nette liquide dans leurs fonds éprouvent probablement plus d'aversion pour le risque et ont plus d'incitations à mettre en œuvre des pratiques de gestion des risques plus étendues pour mieux comprendre et surveiller les expositions aux risques.

**4) Réputation :** Les gestionnaires de fonds établis ont une réputation précieuse à protéger. Par conséquent, ils ont plus à perdre, comme leur capacité d'exiger des honoraires plus élevés, de lancer de nouveaux fonds ou de conserver des investisseurs s'il se produit des changements importants de la valeur des actifs placés du fonds à cause d'expositions inattendues au risque.

La gestion des risques de portefeuille pour les fonds de couverture s'étend bien au-delà des outils traditionnels de gestion des risques tels que l'analyse basée sur la moyenne et la variance, le bêta et les diverses itérations de la valeur exposée au risque (VaR). Si ces mesures peuvent être utiles dans certaines circonstances, elles ne captent pas bien les expositions au risque de la plupart des fonds de couverture. Par exemple, la VaR ne couvre pas tout le spectre des risques que présentent les fonds de couverture puisque les rendements ne sont pas distribués normalement. La performance de la plupart des stratégies de fonds de couverture est aussi non linéaire et pratiquement sans corrélation avec les indices boursiers comme l'indice S&P500. Les risques peuvent être uniques ou idiosyncrasiques, et certaines stratégies ciblent des relations de valeur relative qui sont complexes. De plus, l'emploi potentiel du levier, les options, une négociation plus fréquente des positions, le manque de liquidité des positions et les risques liés à certains événements dans les stratégies événementielles, entre autres, peuvent individuellement ou collectivement augmenter le risque de placement. Ces grands types de risques sont décrits dans une matrice créée par Jaeger et Säfvenblad, qui définit les différentes expositions au risque des stratégies de fonds de couverture.

**Figure 1 : Matrice des types de risque**

	Actions 'Long/Short'	Actions Marché Neutre Arbitrage Statistique	Synchro Marchés Actions	Arbitrage de Fusion	Arbitrage Obligations	Arbitrage Obligations Convertibles	Titres en Difficulté, Règlement D	Macro Mondial, Contrats à Terme
Risque de marché d'actions	++		+	+			+	
Risque d'événements corporatif	++	++		++			++	
Risque de petite firme	++	+		+			++	
Prémunition contre le risque de demande élevée								++
Complexité du risque		+			++	++	+	
Risque de liquidité					+		++	
Risque de structure de terme (intérêts)					++			++
Risque de crédit					++	++	++	
Risque de taux change								++
Risque d'événements de pertes extrêmes		+		+	++			

+ Un peu d'exposition      ++ Exposition considérable

Source: Jaeger and Säfvenblad

Par exemple, les gestionnaires devraient avoir des règles prédéfinies en place concernant le recours au levier. Le levier – la proportion de capitaux empruntés par un fonds pour générer un rendement – est un des premiers éléments analysés pendant la vérification diligente. Il est important de comprendre comment le gestionnaire le définit, puisque cela varie d'une stratégie de fonds de couverture à l'autre. Quel est l'effet de levier typique employé et comment le niveau actuel se compare-t-il à la moyenne historique? Le levier utilisable est-il plafonné et est-il consigné dans l'offre légale? Quelle méthode emploie le fonds pour accéder au levier (inhérent ou économique)?

Comprendre la liquidité du portefeuille est une autre étape importante. Par exemple, la stratégie et les instruments du portefeuille négociés doivent être en accord avec les paramètres de liquidité du gestionnaire et, plus généralement, avec les conditions d'encaissement des investisseurs. Par exemple, pour un gestionnaire qui négocie des instruments de crédit ou des créances relativement peu liquides, on pourrait s'attendre à ce que les conditions d'encaissement du fonds comprennent une forme de plafond ou de limite des encaissements du capital pour protéger les investisseurs restants des effets de valorisation négatifs dus à la vente forcée de positions sur le marché.

De la même manière, un portefeuille concentré de titres pourrait entraîner un risque de liquidité pour le portefeuille. Les investisseurs devraient comprendre comment les positions sont dimensionnées et quelles règles fermes (s'il y en a) s'appliquent au cas où la position du fonds dépasserait la taille maximale autorisée en pourcentage du fonds. L'analyse devrait aussi englober d'autres restrictions, concernant notamment le secteur géographique et les émetteurs. Les techniques de couverture, s'il y en a, devraient être examinées. Le gestionnaire assure-t-il une couverture au niveau du portefeuille ou à celui des positions individuelles ou aux deux? À quels genres de risques est exposé le portefeuille : risques de taux d'intérêt, de crédit, de change, d'événement ou de liquidité? Par exemple, pour une position importante en monnaie

étrangère, le gestionnaire couvre-t-il le risque de change complètement, partiellement ou pas du tout? Différents scénarios se solderont par différents profils de risque, qui doivent tous être évalués par les investisseurs dans le contexte de la stratégie d'investissement.

Les investisseurs devraient aussi s'enquérir des tests de résistance pratiqués et demander dans quelle mesure le portefeuille du fonds fait l'objet d'un tel test. Quels scénarios et quelles expositions font l'objet d'un test et celui-ci est-il réaliste? Il s'agit d'un domaine qui démontre typiquement avec quel soin le processus de gestion des risques a été conçu. De plus, les investisseurs devraient vérifier si la société emploie des techniques de gestion des risques additionnelles, comme les paramètres de diversification, les ordres d'arrêts plus ou moins fermes (particulièrement pour les fonds ayant plusieurs gestionnaires de portefeuille).

Des plateformes d'analyse collective des risques, qui recueillent les données de l'administrateur du fonds mensuellement, peuvent donner aux investisseurs un moyen d'évaluer les expositions au risque et les stress du fonds eux-mêmes et en comparer les résultats aux tests dont fait état le gestionnaire du fonds.

L'objectif ultime d'une gestion efficace des risques est d'éliminer – ou du moins d'atténuer en partie – les événements de risque extrême (positions d'un portefeuille qui varient de plus de trois écarts-types par rapport à leur prix courant). Les pratiques de gestion des risques efficaces devraient aider les gestionnaires de fonds de couverture à comprendre comment des changements de l'environnement financier affecteraient le rendement de leur fonds et, en définitive, les aider à dégager un meilleur rendement dans des contextes de marchés volatils et d'événements financiers extrêmes négatifs.

*Pour tous commentaires ou questions concernant cet article, contactez :*



**Mathieu Larochelle, CFA, CAIA**

*Analyste de recherche principal, Fonds de couverture, Pavilion Groupe Conseils Ltée*

*[mlarochelle@pavilioncorp.com](mailto:mlarochelle@pavilioncorp.com)*