

«Hedge Funds»:

Rêve et réalité

Au cours des dix ans passés, les «Hedge Funds» ont connu un véritable boom. Durant cette période, le volume mondial des investissements en «Hedge Funds» de quelque USD 400 milliards a presque quintuplé. Les rendements absolus et les faibles corrélations avec les classes de placements dites «traditionnelles» sont des arguments fréquemment cités en faveur d'investissements dans des «Hedge Funds».

Lors du 35^e Séminaire AWP, le responsable des placements de capitaux de CPE Caisse Pension Energie, M. Christoph Auckenthaler, a décrit les particularités et les pièges des investissements «Hedge Funds» pour les caisses de pensions. Le chargé de cours de l'Université de Zurich et membre du Comité du Conseil d'administration du Fonds AVS résume son exposé comme suit.

La réalisation de rendements absolus correspond à l'idée selon laquelle il ne faut pas perdre de capital, mais le préserver. Une conservation sûre de capital a cependant pour conséquence de n'encourir aucun risque; à titre de dédommagement, on peut escompter le taux d'intérêt dénué de risque, ce qui équivaut à peu près, dans la moyenne à long terme, à l'inflation. Un «Hedge Fund» n'est donc pas un «perpetuum mobile» qui génère sans risque un rendement. Au contraire, des risques plus ou moins importants sont également liés à des investissements dans des «Hedge Funds». Toutefois, il convient aussi de relever ici que les «Hedge Funds» n'engendrent pas de dangers pour le système financier.

Faiblesses des indices de «Hedge Funds»

Si l'on considère la manière dont se comporte le rendement de «Hedge Funds» en termes de risques sur la base des données de 1990 à 2007, ces derniers semblent réaliser un score nettement meilleur que par exemple des actions ou des obligations. Des indices afférents sont généralement placés à la base d'analyses de ce genre.

Il vaut dès lors la peine de procéder à un examen plus circonstancié des indices de «Hedge Funds». Contrairement aux indices d'actions ou d'obligations, les indices de «Hedge Funds» présentent quelques points faibles:

- Prix sur le marché: il est tenu compte de prix modèles pour les placements dépourvus de liquidités.
- Homogénéité: il existe des degrés de liberté très variables dans la gestion.
- Opportunités d'acquisition: les «Hedge Funds» sont en partie fermés, notamment ceux qui ont du succès.
- «Survivorship Bias/Selection Bias»: les fonds à mauvais rendement ne sont pas (ou plus) inclus dans l'indice.
- «Backfilling Bias»: des rendements historiques (modèles) sont également pris en considération lors de l'inclusion dans l'indice.

Diverses études prouvent que sur la base des faiblesses mentionnées les rendements effectifs de «Hedge Funds» sont entre 1 et 4 % plus bas que ce que manifestent les indices.

Intégration problématique dans la stratégie de placement

S'il est présumé que les «Hedge Funds» sont une classe de placements (ce qui, d'après l'auteur, est incorrect, il s'agirait plutôt d'un style de gestion), leur intégration dans une stratégie de placement requiert la prise en compte des aspects suivants:

- Comme nous l'avons mentionné plus haut, les indices de «Hedge

Funds» affichent des rendements trop élevés.

- Les stratégies de placement déterminées sur la base du principe de volatilité et de rendement supposent une répartition normale des rendements. Dans les classes de placements traditionnelles, cette prémisses s'applique tout au plus approximativement – voire pas du tout dans le cas de «Hedge Funds».
- Les «Hedge Funds» sont empreints de risques qui ne se répercutent que partiellement dans la volatilité des rendements. Notamment le «Leveraging» peut mener à des risques extrêmement importants. C'est bien ce qui a été fatal au «Long Term Capital Management Fund» durant la crise russe en 1998.
- On attend des «Hedge Funds» un bon effet de diversification. Celui-ci est évidemment toujours sou-

Caractéristiques des «Hedge Funds»

Les «Hedge Funds» sont des véhicules d'investissement qui sont soumis à peu de restrictions, voire à aucune restriction du tout et qui présentent à tout le moins une partie des caractéristiques ci-après:

1. **Délais de blocage et de résiliation** en ce qui concerne le retrait des capitaux, d'une durée d'un mois à plusieurs années.
2. Le négoce des parts est **non liquide**, car un marché secondaire marquant fait défaut.
3. «Skill-based Management»: réalisation d'un **rendement absolu**, indépendamment du contexte du marché, avec des tactiques commerciales appropriées.
4. Petit nombre ou absence de restrictions de placement: **ventes à découvert**, arbitrage, **effet de levier**, instruments dérivés, produits structurés, etc.
5. **Emoluments de gestion dépendant du succès**: base (1,0 à 2,0 % par an) plus 5,0 à 25,0 % du rendement obtenu dépassant un rendement minimum («Hurdle Rate»).

haitable lorsque des classes de placements à hauts risques accusent un rendement négatif. Il est possible de démontrer que des «Hedge Funds» affichent également un rendement négatif dans des phases de marchés d'actions à rendement négatif. La meilleure protection dans des phases de marchés d'actions à rendement négatif est offerte par des obligations en francs suisses. Les expectatives placées dans les «Hedge Funds» ne sont alors pas satisfaites (cf. illustration).

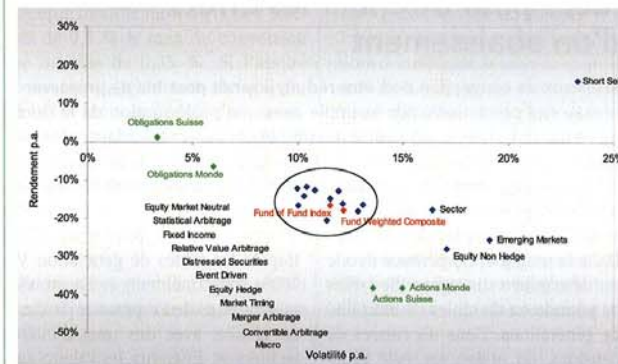
Sur l'arrière-plan des constatations critiques, il se pose, pour les caisses de pensions suisses, la question de savoir pourquoi il faut investir dans des «Hedge Funds» si:

- les caisses de pensions aspirent à tout le moins implicitement, par analogie aux «Hedge Funds», à un rendement absolu;
- des obligations en francs suisses se révèlent meilleures diversificatrices dans des phases de marchés d'actions en recul;
- le potentiel de diversification de «Hedge Funds» ne peut être prouvé sans équivoque.

Les «Hedge Funds» en tant qu'instruments tactiques

Les caisses de pensions devraient-elles alors renoncer à l'engagement de «Hedge Funds» à titre d'instrument de placement tactique en raison de l'intégration problématique dans la stratégie de placement? Non. Cepen-

Rendement et risque de «Hedge Funds» pendant les phases de rendements d'actions négatifs (1990 à 2007, en francs suisses)



Source: HFRI et Datastream, propres calculs

dant, il y a lieu d'examiner avec précision, sur la base de divers aspects, les risques qui y sont liés:

- Il faut comprendre la stratégie et les mécanismes du «Hedge Fund» engagé tactiquement.
- La réputation du management du «Hedge Fund», l'aménagement juridique et le renom de l'organe de révision ont une grande valeur.
- La taille et l'âge du «Hedge Fund», les délais de blocage (délais de détention minimaux) et de résiliation doivent être observés.
- Il convient d'analyser le «Track Record», les risques qualitatifs (organisation, processus, structure et organisation de la gestion des risques, etc.), les risques quantitatifs (volatilité, «Value at Risk», «Downside Deviation», «Maximal Drawdown», effet de levier, expo-

sition nette, etc.) ainsi que la «Compliance».

- L'aménagement de la rémunération du management (problématique des incitations), le modèle d'émoluments (TER, émolument de gestion, existence d'une «Hurdle Rate» et d'une «High Water Mark») ainsi que les influences fiscales doivent faire l'objet d'un examen critique.
- Suite à l'investissement, il faut assurer un flux courant d'information («Reporting»).

Lors d'investissements dans des «Hedge Funds», c'est le même principe que dans tous les autres investissements qui s'applique: si le mode de fonctionnement et les effets (rendement et risques) ne sont pas compris ou s'il existe des incertitudes, il convient de s'abstenir d'un engagement.



DIE PENSIONSKASSENSOFTWARE

Mehr als 110 Kunden und über 400 Kassen

Microsoft.net Technologie

Verschiedene Datenbanken (Oracle, DB2 for i5/OS)

Beitrags- und Leistungsprimat sowie beliebige Mischformen

Aktive und Rentner

Integriertes Pensionszinsystem

Volle Microsoft Office Integration

Anbindungen mittels Schnittstellen an Lohnsysteme und Stiftungsbuchhaltungen



AG BÜRO 70
Pensionskassen- und Spital-Software

Zweigstelle 42
CH-1007 Bern
www.ab70.ch

Tel. +41 31 200 72 11
Fax. +41 31 810 72 16
mailto:info@ab70.ch