

# Quatre règles pour maîtriser les risques des *hedge funds*

**Le succès des fonds alternatifs** ne doit pas faire perdre de vue la problématique des risques très spécifique de ce type de gestion. Ceux-ci portent sur les moyens techniques et opérationnels ainsi que sur des éléments de crédit, liquidité et de marché.



**JEAN-CHARLES BERTRAND\***

Responsable  
de la gestion obligataire  
*Sinopia*

“ L’expertise des différents gérants alternatifs est très variable du fait de leur très grande hétérogénéité. ”

\* Jean Charles Bertrand gère notamment une gamme de fonds alternatifs : Sinopia Alternative Funds, basé à Luxembourg et Alternatime, FCP de droit français à vocation générale offrant une stratégie long/short obligataire sur les marchés de taux internationaux.

**A**VANT D’ÊTRE LOUÉE POUR SES performances attractives et ses propriétés de décorrélation, la gestion alternative a souvent fait la une de l’actualité économique pour les déboires connus par un certain nombre de *hedge funds*. Qu’on en juge par la succession des «accidents» suivants : août 1998 marque le début des difficultés de LTCM qui se solderont par une perte de plus de 3 milliards de dollars ; avril 2000 voit la fermeture de deux fonds alternatifs «mythiques» Soros Fund et Tiger Management, suite au départ des gérants et à des rachats massifs liés à des performances médiocres. Ces accidents n’ont pas épar-

gné le marché français qui a connu à l’automne 2000 «l’affaire Volter». La forte progression récente des encours des *hedge funds* traduirait-elle une cer-

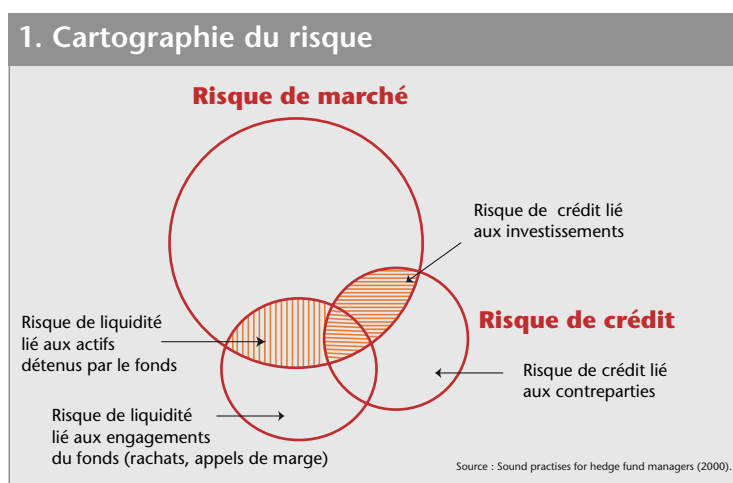
taine forme d’amnésie de la part des investisseurs ? Au contraire, il nous semble qu’aujourd’hui les investisseurs ont développé une meilleure connaissance de ce type de gestion et réalisé que la mauvaise image de la gestion alternative tenait plus, à l’instar des produits dérivés il y a quelques années, à une mauvaise utilisation qu’à son essence même. Il n’en reste pas moins vrai que de par leur na-

ture, les fonds alternatifs exposent l’investisseur à des risques accrus ou nouveaux par rapport à la gestion classique. Ces risques sont souvent interdépendants (*graphique 1*) et vont porter à la fois sur les moyens techniques et opération-

nels du gérant ainsi que sur des éléments de crédit, liquidité et de marché. Nous présentons ici ces différents risques et proposons quatre règles essentielles à tout investisseur ou gérant de la gestion alternative.

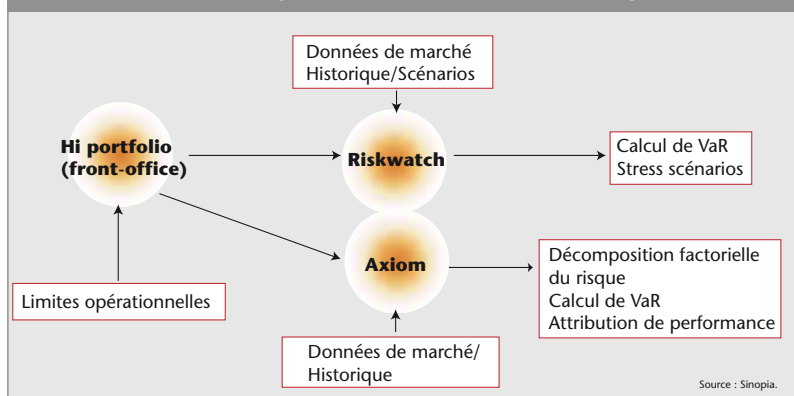
- **Sélectionner avec soin son gérant**

Cette règle, valable pour tout type de gestion, est toutefois essentielle pour la gestion alternative. En effet, les positions prises à la hausse et à la baisse font que les primes de risque de long terme des actifs (actions, obligations) se compensent et même «s'annulent». L'investisseur ne bénéficie plus alors de cette protection à long terme et est exposé directement à l'expertise et à la capacité de détection d'opportunités du gérant. Olivier Davanne<sup>1</sup> parle ainsi du risque «gérant» comme un risque spécifique. L'expertise des différents gérants alternatifs est très variable du fait de leur très grande hétérogénéité. Il y a en effet peu de points communs entre la petite boutique de trois ex-traders et la grande société de gestion traditionnelle qui lance des *hedge funds*. Des risques opérationnels importants sont directement liés au



gérant et sont responsables de plusieurs «accidents» récents : insuffisance des procédures de back-office, de contrôle interne et externe qui peuvent donner lieu à des erreurs d'exécution des transactions ou des fraudes (Manhattan, Ballybunion). Les changements subits et dissimulés de stratégies qui se traduisent par la sortie du domaine d'expertise peuvent être aussi lourdement pénalisants pour l'investisseur. Par ailleurs, l'existence de frais variables liés à la per-

## 2. Contrôle des risques de marché chez Sinopia



formance peut amener le gérant à ajuster les positions non pas en fonction de ses anticipations mais selon la valeur de l'option qu'il détient (hasard moral). Tous ces éléments montrent bien qu'une vraie compétence technique sur un marché ne suffit pas pour établir une stratégie alternative efficace et que tout investisseur devrait examiner de manière approfondie les moyens opérationnels des gérants et être très vigilant sur tout changement de stratégie.

### • Du risque de crédit se méfier

Le risque de crédit porte à la fois sur la nature des actifs détenus et sur les contreparties. En théorie, la gestion alternative ne diffère guère de la gestion classique sur ce point. En pratique, le risque crédit est souvent amplifié dans la gestion alternative de par l'importance des positions prises dans des obligations à marge (stratégies sur les marchés émergents et arbitrages de convertibles)

“ La gestion alternative demande un contrôle des risques de marché sophistiqué similaire à celui des salles de marché ou de la gestion des fonds garantis. ”

et des produits dérivés de gré à gré, ainsi que dans des opérations de prêt/emprunt de titres. La recherche financière sur ce thème a été particulièrement abondante au cours des dernières années, que ce soit dans le cadre du développement de modèles internes pour les banques ou dans la gestion de portefeuilles<sup>2</sup>. Les gérants alternatifs devraient donc «s'équiper» à l'aide des différents modèles désormais

disponibles, pour pouvoir suivre de manière fine le risque crédit de leurs portefeuilles. Quant au risque de contrepartie, une diversification, un suivi de la situation financière des intervenants et la mise en place de collatéraux devraient permettre d'en limiter les impacts.

### • Le risque de liquidité sous haute surveillance

Le risque de liquidité est potentiellement très dommageable dans la gestion alternative et présente deux dimensions liées à l'actif et au passif d'un *hedge fund*. A l'actif, il correspond aux variations de la capacité de traiter des quantités de titres dans des délais raisonnables sans décalage des cours de marché. Les fonds alternatifs sont particulièrement sensibles à ce risque puisqu'ils exploitent souvent des stratégies de niche sur des marchés étroits (émergents, obligations convertibles). Il existe en particulier pour chaque style de gestion alternative une taille maximale qui dépend du marché sous-jacent. Les positions de vente à découvert très courantes dans les stratégies de *relative value* peuvent se révéler particulièrement coûteuses lorsqu'elles sont mises en place pour des actifs peu liquides. En effet, le gérant alternatif est engagé dans des opérations d'emprunt de titres et doit racheter les titres à l'échéance de l'opération. Ce rachat peut se faire à des conditions défavorables si les titres sont entre les mains de quelques investisseurs qui essaient de mettre en place un *squeeze*. Ce risque bien réel est résumé par les anglo-saxons qui considèrent que «*selling short is not the opposite of buying long*»<sup>3</sup>.

Au passif, le risque de liquidité correspond aux difficultés éventuelles du gérant à faire face à ses différents engagements. Pour les stratégies nécessitant des effets de leviers importants, (*fixed-income*), des expositions sont obtenues grâce à des emprunts ou des lignes de crédit auprès des banques. Des évolutions défavorables sur les prix des actifs peuvent entraîner des appels de marge qui se traduisent par des ventes de titres dans des conditions difficiles, ce qui amène une nouvelle baisse des cours des actifs<sup>4</sup>. De même, des rachats d'investisseurs peuvent amener des difficultés s'ils entraînent des liqui-

dations forcées et rapides de positions perdantes. La combinaison de ces deux éléments a contribué de manière importante à la faillite de LTCM.

### L'INVESTISSEUR DOIT ÉVALUER LE RISQUE DE LIQUIDITÉ DU FONDS

Un investisseur doit être en mesure d'appréhender le risque de liquidité d'un fonds dans lequel il est susceptible de souscrire. Dans cette optique, Andrew Lo<sup>5</sup> propose un critère quantitatif basé sur l'étude de l'autocorrélation des rentabilités historiques des fonds, un niveau élevé traduisant un risque de liquidité fort. Un investisseur peut aussi se forger une opinion en étudiant la taille et la profondeur des marchés sous-jacents à la stratégie proposée. Il doit vérifier que le degré de liquidité des marchés considérés est cohérent avec la périodicité des souscriptions/rachats en prenant en compte les périodes éventuelles de *lockup*.

Par ailleurs, la mise en place d'un certain nombre de règles de prudence a été recommandée par un groupe de travail de praticiens de la gestion alternative<sup>6</sup>. En ce qui concerne les investissements, des limites opérationnelles sous forme de pourcentage maximum des positions ouvertes ou de volume quotidien peuvent être adoptées. Comme toute bonne institution financière, les gérants alternatifs doivent aussi déterminer le montant minimum de liquidités (cash+ instruments de court terme de très bonne qualité) à maintenir en tenant compte des pertes potentielles estimées à partir de la volatilité, du *draw-down* maximum...

#### • Contrôler les risques de marché

La gestion alternative demande un contrôle des risques de marché sophistiqué similaire à celui des salles de marché ou de la gestion des fonds garantis. L'indicateur de risque classique, la volatilité, ne renseignent pas en effet sur les pertes maximales (queues de distribution) sauf dans le cas de la loi normale. Or, il est désormais bien connu que les fonds alternatifs présentent des distributions asymétriques avec des kurtosis<sup>7</sup> élevées et ne suivent pas des lois normales<sup>8</sup>. La *value at risk* (VaR) est un candidat sérieux comme indicateur de

risque extrême synthétique. Appliquée à la gestion alternative, elle semble en particulier être un indicateur avancé de la «mort» d'un *hedge fund*<sup>9</sup>. Rappelons que la VaR permet de mesurer la perte potentielle associée à un horizon (un jour, par exemple) et à une probabilité donnée : la VaR 99 % un jour représente le montant de perte qui n'est dépassée qu'une fois tous les 100 jours. La théorie des valeurs extrêmes permet d'affiner les calculs de VaR et de remédier à ses limites<sup>10</sup>. En effet, la VaR ne renseigne pas sur l'ampleur des pertes maximales mais seulement sur leur fréquence. Des scénarios de stress basés sur la reproduction des crises historiques ou des simulations statistiques permettent de prendre en compte les événements exceptionnels. Une attention particulière doit être portée aux corrélations entre les actifs qui tendent à augmenter fortement lors des crises<sup>11</sup>. Toutes ces techniques, indispensables pour permettre une gestion efficace des risques de marché, nécessitent toutefois des investissements informatiques importants. Le graphique 2 montre ainsi le dispositif mis en place par Sinopia pour le contrôle des risques de marché des stratégies alternatives *long/short* développées sur les marchés de taux internationaux.

### UNE VOLONTÉ GÉNÉRALE DE TRANSPARENCE

En définitive, la gestion et le contrôle des risques sont essentiels non seulement à la survie d'un *hedge fund* mais aussi à sa réussite. La transparence dans ce domaine est aujourd'hui une exigence forte de la part des investisseurs institutionnels en particulier. Les gérants alternatifs l'ont bien compris et la définition ainsi que l'adoption d'un «code de bonnes pratiques professionnelles» en cours par l'AFG-ASFFI a clairement dans la bonne direction. Les investisseurs doivent néanmoins rester vigilants car tous les gérants ne disposent pas des mêmes moyens dans ce domaine. ■

“ Un code de bonnes pratiques professionnelles est en cours d'élaboration à l'AFG-ASFFI. ”

1 Davanne, O., 2002, «La gestion alternative, facteur d'efficacité des marchés financiers».

2 Quants n° 38, 2001, «Le Cooke est mort, vive le Cooke», et Quants n° 29, 1998, «Approches quantitatives du risque de crédit», Direction de la recherche et de l'innovation CCF.

3 Ineichen, A., 2000, «In search of alpha», *Global Equity Research UBS Warburg*, octobre.

4 Bookstaber, R., 2000, «Understanding and monitoring the liquidity crisis cycle», *Financial Analysts Journal*, septembre-octobre, 17-22.

5 Lo, A., 2001, «Risk management for hedge funds : introduction and overview», *Financial Analysts Journal*, novembre-décembre, 16-33.

6 Sound practises for hedge fund managers, 2000.

7 Indicateur statistique mesurant l'épaisseur des extrêmes de distribution.

8 Brooks, C., and Kat, H., 2001, «The statistical properties of hedge fund index returns and their implications for investors», *Working paper ISMA Centre, University of Reading*.

9 Gupta, A. and Liang, B., 2001, «Do hedge funds have enough capital ? A Value-at-Risk approach», *Working paper Case Western Reserve university*.

10 Quants n° 28, 1997, «Risques de marché : vue de profil», Direction de la recherche et de l'innovation CCF.

11 Longin, F., and Solnik, B., 2001, «Extreme correlation of international equity markets», *The Journal of Finance*, 56, 651-678.