



Montréal, plaque tournante de la recherche en placements alternatifs ?

En matière de réplication de fonds de couverture, ne regardez pas plus loin

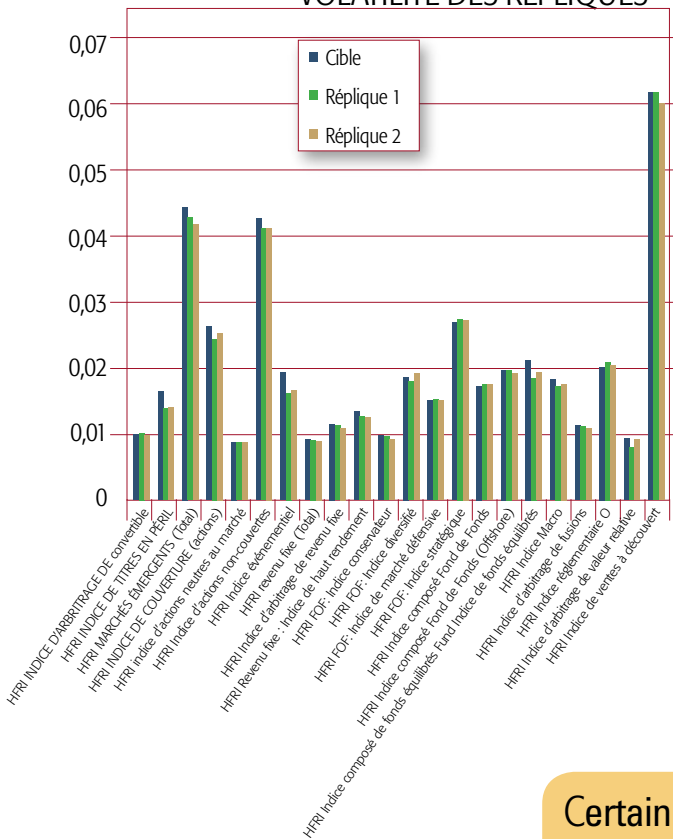
par Pierre St-Laurent

Les fonds de couverture ont connu une croissance fulgurante dans les dernières cinq années. À plus de deux billions \$US (soit deux mille milliards) aujourd'hui, leurs actifs sous gestion peuvent faire pâlir d'envie plusieurs gestionnaires plus traditionnels. Par contre, certains inconvénients propres à ce type de placement continuent de refroidir plus d'un investisseur potentiel.

Au premier rang, leur transparence (ou plutôt le manque d'icelle). Plusieurs investisseurs ne peuvent accepter de ne pas voir toutes les positions dans le compte à une fréquence élevée (à toutes fins pratiques sur demande). D'autre part, les gestionnaires se contentent souvent d'émettre un rapport trimestriel. La nébulosité des stratégies n'aide pas. Plusieurs gestionnaires se défendent de ne pouvoir être plus transparents. D'ailleurs, Alan Greenspan, dans son autobiographie *Le temps des turbulences*, montre ses couleurs libertaires et affirme que l'on ne devrait surtout pas

VOLATILITÉ DE LA CIBLE VS.

VOLATILITÉ DES RÉPLIQUES



augmenter la réglementation des fonds de couverture. Le faire détruirait la rapidité d'exécution des stratégies alternatives; d'autre part, il serait impossible, selon lui, de rendre des comptes à la même fréquence que celle des transactions à régler.

Ensuite, les frais, autre irritant important. Les frais semblent considérables, dans la mesure où la concurrence ne semble pas les faire tendre à diminuer, au contraire.

Troisièmement, et en corollaire au deuxième point, le talent. Des frais élevés pourraient se justifier comme rémunération d'un talent de gestion exceptionnel. Est-ce le cas? C'est toute la question de l'alpha et du bêta, l'alpha symbolisant la capacité du gestionnaire à dépasser ses références. Or, certaines études montrent qu'une bonne proportion (jusqu'à 70%) des rendements obtenus par les fonds de couverture sont du « bêta », à savoir, sont issus de la simple participation à la stratégie, sans autre talent particulier.

Certains n'y voient aucun problème, car ils considèrent que les fonds de couverture constituent la seule façon effective d'accéder à certaines stratégies évoluées, peu importe l'alpha produit. On est alors prêt à payer pour du « bêta alternatif ». Par contre, d'autres invoqueront la concurrence (ou son absence) pour prévoir une chute des honoraires de gestion lorsque le talent exceptionnel n'est pas au rendez-vous.

N'y aurait-il pas une façon plus simple de procéder?

En quelque sorte, oui. Il s'agirait de reproduire les

caractéristiques de rendement, de risque, d'asymétrie, etc. propres aux fonds de couverture. C'est ce qu'il convient désormais d'appeler la réplique de fonds de couverture. À l'instar de la réplique de l'ADN, il s'agit de reproduire les aspects fondamentaux des fonds de couverture pour pouvoir mieux s'en passer et plus particulièrement contourner leurs aspects négatifs décrits précédemment.

Cette approche peut ressembler par certains aspects, en pas mal plus technique, à une approche passive ou indiciaire, qui vise à recopier les performances d'une référence le plus fidèlement possible, pour mitiger les aspects négatifs présumés de la gestion active : coûts plus élevés, difficulté à dépasser les performances des références, etc.

Par contre, dans le domaine des fonds de couverture, les indices sont plus ou moins fiables. Une étude a montré que pas plus de 20% des fonds d'une stratégie donnée se retrouvaient dans tous les indices couvrant cette stratégie. C'est dire qu'il y a une dispersion prononcée des contenus d'indices, compliquant la tâche d'en choisir un pour fins de référence.

Qui plus est, environ 10% de l'ensemble des fonds de couverture changent (meurent et renaissent) à chaque année. Ceci n'aide pas à développer des indices stables dans leur composition. Enfin, on connaît bien les problèmes de biais de

survie et de biais de remblayage (« backfill bias ») qui compliquent l'interprétation des valeurs d'indices. Bref, on peut se demander si une approche passive à base d'indices de fonds de couverture est la voie à privilégier.

Une autre approche consiste plutôt à tenter de cerner les caractéristiques propres aux groupes de fonds de couverture et à les reproduire synthétiquement, par le truchement de positions dans des instruments dont l'assemblage procure les paramètres statistiques voulus.

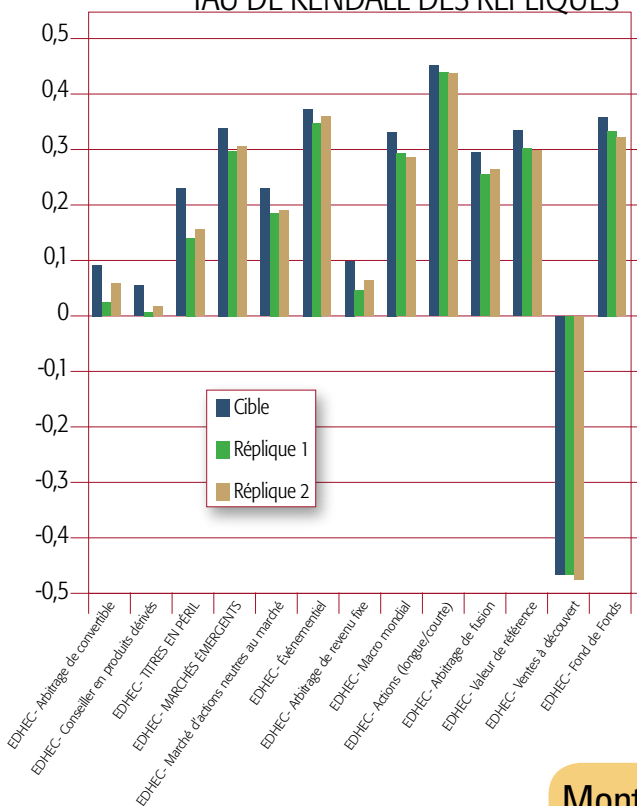
Certaines études montrent qu'une bonne proportion (jusqu'à 70%) des rendements obtenus par les fonds de couverture sont du « bêta », à savoir, sont issus de la simple participation à la stratégie, sans autre talent particulier.

L'approche factorielle

En d'autres mots, si l'on élucide les facteurs explicatifs des comportements spécifiques des fonds de couverture, on serait en mesure de les appliquer pour se passer des fonds eux-mêmes. Et c'est ainsi que l'approche factorielle a vu le jour. À l'aide de modèles multifactoriels, plusieurs sociétés des plus importantes (telles que Goldman Sachs et JP Morgan) ont développé des modèles dans ce sens. On prétend que les coûts sont bien moindres que les fonds de couverture eux-mêmes, jusqu'à 400 points de base annuellement selon Lars Jaeger de la société suisse Partners Group).

Quoi qu'il en soit, cette approche a été critiquée comme étant très sensible à la spécification a priori des facteurs comme toute approche factorielle d'ailleurs : le jeu d'essais et d'erreurs est important et ne garantit pas que l'on trouvera une spécification

TAU DE KENDALL DE LA CIBLE VS. TAU DE KENDALL DES RÉPLIQUES



(avec relativement peu de contraintes a priori) entre les actifs répliqués et les autres actifs dans le portefeuille du client. Ceci est rendu possible par la collaboration de Bruno Rémillard, lui aussi de HEC Montréal, un des grands spécialistes mondiaux de ce domaine.

Quel en est l'avantage?

Selon les deux chercheurs, une capacité fine à offrir aux investisseurs des placements sur mesure. Et avec des minima de placement de l'ordre de quelques dizaines de millions de dollars, M. Papageorgiou est confiant qu'un marché important d'investisseurs institutionnels, rendus nerveux par la non-transparence et les frais élevés des fonds de couverture, sauront se prévaloir de ces recherches extrêmement avancées, *made in Québec* de surcroît.

Bruno Rémillard, lui, en plus de collaborer avec M. Papageorgiou au niveau théorique (les deux sont professeurs universitaires et M. Rémillard a une longue feuille de route dans les probabilités théoriques), préconise également une troisième voie, qu'il incarne en tant que conseiller auprès d'Innocap de Montréal. M. Rémillard a aidé à développer une méthodologie basée sur des filtres (on inclura dans cette classe les filtres de Kalman comme exemple mineur) qui

permettent de tenir compte de non-normalités, non-stationnarités et autres restrictions afin de mieux suivre l'évolution des prix dans le temps.

M. Rémillard sépare les approches de réplication en deux camps : réplication faible (réplication des distributions) et réplication forte (approche factorielle, filtres). Alors que ces deux approches avaient des faiblesses bien identifiées, MM. Papageorgiou et Rémillard ont réglé des problèmes fondamentaux qui permettent de prétendre à une réplication forte sans faire de compromis dans la modélisation des dépendances ni dans la qualité de la réplication au niveau des résultats de plus court terme, le talon d'Achille de l'approche originale de Kat et ses collaborateurs.

Ces avancées placent Montréal au cœur des recherches les plus poussées

en matière de réplication de fonds de couverture. Le talent dans ce domaine est extrêmement rare et nous avons ici deux des meilleurs chercheurs mondiaux dans le domaine. Force est pour nous de suivre la progression de ces travaux et leur validation empirique au fil du temps. ▲

PIERRE SAINT-LAURENT, CFA, CAIA, est président d'ActifConseil Inc., avec des bureaux à Toronto et Montréal.



complète ou suffisamment précise. De plus, les hypothèses de comportement (constance des facteurs, normalité) sont très contraignants et peu réalistes.

Une autre approche intéressante et sensiblement plus complexe consiste à spécifier à l'avance les moments statistiques désirés—écart-type, asymétrie, aplatissement ou kurtosis—et à les produire artificiellement, *indépendamment des fonds de couverture existants*. En clair, l'investisseur indique au spécialiste quelles caractéristiques devrait avoir le placement « idéal » et c'est ce qui sortira de la planche à dessin.

L'intuition derrière cette approche est la suivante : tous les intervenants dans les marchés financiers ont essentiellement accès aux mêmes opportunités : primes de risque, taux sans risque, positions longues et à découvert, et ainsi de suite. Par continuité, tout placement devient simplement une modification par rapport à un certain « sous-jacent » afin d'en modifier les caractéristiques. Donc idéalement, on veut pouvoir contrôler le risque à la baisse et bonifier le potentiel à la hausse (asymétrie positive) ; en même temps, on préférerait avoir une plus forte proportion d'événements fortement positifs (kurtosis positive).

Cette approche, dite de réplication des distributions, est celle préconisée par Nicolas Papageorgiou de HEC Montréal, de concert avec Desjardins Gestion internationale d'actifs. Développée à partir des travaux fondamentaux de Harry Kat et collaborateurs, l'approche repose sur des techniques extrêmement poussées de modélisation des liens de dépendance

Montréal est au cœur des recherches les plus poussées en matière de réplication de fonds de couverture. Le talent dans ce domaine est extrêmement rare et nous avons ici deux des meilleurs chercheurs mondiaux dans le domaine.