

Portrait de l'industrie canadienne des fonds de couverture

Miville Tremblay

Au début des années 1980, quelques familles fortunées canadiennes investissaient dans de grands fonds de couverture américains. Dix ans plus tard, une poignée d'investisseurs institutionnels les rejoignaient sur ce marché. La pratique s'est répandue par la suite, et même le petit investisseur peut maintenant accéder à ce mode de gestion des avoirs financiers par l'entremise de produits à capital garanti et de fonds communs de placement à capital fixe. Cette demande croissante a naturellement provoqué au Canada l'éclosion des fonds de couverture et des fonds de fonds. Pour mieux comprendre l'émergence de cette jeune industrie, la Banque du Canada a tenu en juin dernier un atelier dont nous présentons ici les points saillants¹.

L'évolution des fonds de couverture au Canada témoigne d'une activité internationale intégrée, dont on peut identifier, mais difficilement séparer, les composantes canadiennes. Cette intégration complique d'autant plus les tentatives de mesure que les données de l'industrie mondiale sont elles-mêmes imprécises. En fait, il n'existe pas de statistiques fiables et complètes sur le volet canadien de cette industrie et il faut, pour le moment, s'en remettre au jugement de ses participants pour obtenir ne serait-ce que des ordres de grandeur. Les données présentées ici proviennent de plusieurs sources formelles et informelles qui utilisent diverses méthodes de calcul. (On trouvera dans l'encadré de la page 44 une description des fonds de couverture.)

On comptait à la fin de 2003 quelque 7 000 fonds de couverture dans le monde avec un actif total d'environ 800 milliards de dollars É.-U. (Hedge Fund Research, Inc., 2004)². Selon diverses sources informelles, les capitaux canadiens investis dans ces véhicules totalisaient jusqu'à 23 milliards de

dollars canadiens³, mais une grande partie de cette épargne était gérée par des fonds établis à l'étranger, principalement aux États-Unis. Les fonds établis au Canada administrent plus de 5 milliards de dollars d'actifs, dont une bonne partie appartient toutefois à des investisseurs étrangers. Les fonds de fonds, ces organisations spécialisées qui gèrent des portefeuilles de placements effectués dans plusieurs fonds de couverture, administraient 3,7 milliards de dollars de capitaux canadiens en 2003, estime Investor Economics (2003)⁴. Cette évaluation exclut cependant les capitaux canadiens confiés à des fonds de fonds non enregistrés au Canada. Finalement, la vente au détail de produits liés au rendement de fonds de couverture ont atteint les 7 milliards de dollars. Ce simple survol statistique met en lumière les multiples facettes du phénomène des fonds de couverture au Canada.

Forte demande

Examinons la demande canadienne, qui a d'abord été et demeure largement satisfaite par des fonds de couverture étrangers. Les grandes fortunes ont longtemps été la clientèle cible de ces fonds, mais c'est l'intérêt croissant des investisseurs institutionnels qui explique le fort taux de croissance des dernières années. Conformément à la tendance mondiale, les caisses de retraite canadiennes désirent, elles aussi, diversifier leurs portefeuilles avec de nouveaux actifs, dont les prix sont faiblement corrélés avec ceux des actions et des obligations et qui génèrent un rendement absolu, tels l'immobilier, le capital-risque et les fonds de couverture.

Même si l'intérêt pour les fonds de couverture est vif, relativement peu de caisses de retraite ont commencé à les utiliser. Les institutions aux ressources considérables comme l'Ontario Teachers' Pension Plan, la Caisse de dépôt et placement du

1. La plupart des présentateurs à ce colloque provenaient des différents segments de l'industrie canadienne des fonds de couverture. Nous les remercions de leur précieuse collaboration.
2. D'autres firmes évaluent à plus de 8 000 le nombre de fonds, et leur actif à près de 1 billion de dollars É.-U.

3. Ce montant et tous les suivants sont en dollars canadiens. À titre de comparaison, le marché de ces fonds communs de placement est de 475 milliards de dollars.
4. Il s'agit là seulement des fonds de fonds enregistrés auprès des autorités réglementaires provinciales.

Encadré 1**L'abc des fonds de couverture**

L'expression fonds de couverture sert à désigner un univers très hétérogène d'organisations et de comportements qui échappe à toute définition simple. L'analyse présentée ici est faite sous deux angles complémentaires qu'il convient de distinguer, car l'organisation type appelée fonds de couverture n'est plus la seule à se comporter comme telle. Dans leur quête d'un rendement absolu, un nombre modeste, mais croissant, d'institutions financières traditionnelles gèrent leurs capitaux à la manière des fonds de couverture.

Organisation

Le fonds de couverture type est un véhicule de placement privé, limité à un petit nombre de clients fortunés ou institutionnels¹, qui chacun placent un montant minimal élevé. L'organisation est généralement de petite taille et centrée sur les compétences de ses gestionnaires de portefeuille. Ceux-ci ont souvent fait leurs premières armes dans des firmes de gestion traditionnelles ou dans les opérations pour compte propre des grandes banques. Ces fonds sous-traitent plusieurs fonctions secondaires à des administrateurs spécialisés et à un courtier dit désigné (*prime broker*).

Les fonds de couverture entretiennent une culture de discrétion, voire de secret. La réglementation leur interdit de solliciter le grand public par la publicité. Toutefois, ils désirent surtout protéger des positions de marché, des stratégies distinctives ou la propriété intellectuelle de leurs modèles quantitatifs. Le revers de la médaille est que l'investisseur doit généralement se contenter d'une faible transparence dans les activités et les positions des gestionnaires.

Sur le plan juridique, les fonds sont constitués en sociétés en commandite — souvent extraterritoriales — et ils sont assujettis à une légère réglementation. Les associés gérants investissent leurs capitaux avec ceux des associés commanditaires, ce qui assure un alignement des intérêts financiers. Les associés gérants réclament des frais de gestion élevés, soit de 1 à 2 % des actifs, ainsi que de 15 à 25 % du rendement généré.

Comme les fonds sont souvent investis sur des marchés ou dans des positions peu liquides, les

associés commanditaires ne peuvent retirer leurs capitaux qu'après un préavis, une fois par trimestre ou par année.

Enfin, les gestionnaires des fonds de couverture se sont rendu compte que leurs rendements faiblissent lorsque leur actif sous gestion devient trop grand au regard des occasions identifiées. Les possibilités d'arbitrage tendent à disparaître lorsque trop de capitaux cherchent à les exploiter. Aussi les fonds les plus performants ferment-ils leurs portes à tout nouvel investisseur lorsqu'ils s'approchent de la taille qu'ils jugent optimale.

Comportement

Le type de gestion qui englobe, mais dépasse, celui des fonds de couverture est connu sous le nom de « gestion à rendement absolu ». La motivation essentielle des fonds de couverture et des modes de gestion apparentés est en effet la recherche du rendement absolu. La cible est exprimée en pourcentage fixe (p. ex. 15 %), ou en majoration d'un taux d'intérêt à court terme.

La gestion institutionnelle traditionnelle vise principalement un rendement relatif — à battre un certain indice de marché. Cette distinction tend à s'estomper, car de plus en plus d'investisseurs institutionnels sont maintenant à la recherche d'un rendement absolu.

Les fonds de couverture sont parfois qualifiés de fonds spéculatifs et, à ne pas en douter, certains le sont clairement. Mais de manière générale, la recherche du rendement absolu exige une gestion rigoureuse et sélective des risques, où il est plus important de minimiser les pertes que de maximiser le rendement. De fait, la cible de rendement s'accompagne d'un niveau de volatilité acceptable. Pour sa part, la gestion traditionnelle essaie de minimiser l'écart négatif par rapport à l'indice, que celui-ci soit à la hausse ou à la baisse.

Le gestionnaire de rendement absolu mise sur un risque spécifique, au sujet duquel il nourrit une idée forte, et il neutralise les autres risques associés au placement. La plupart du temps, il essaie de se défaire des risques (et du rendement) de marché, le bêta, et de maximiser la valeur ajoutée par son talent, l'alpha. Il y parvient habituellement en mettant en place deux positions, l'une vendeur, l'autre acheteur. Par exemple, on peut penser à des positions égales prises sur deux sociétés papetières. La valeur de cette combinaison ne produira ni gain, ni perte en raison des fluctuations générales

1. Y compris les fonds de fonds, c'est-à-dire des organisations qui gèrent activement un portefeuille de fonds de couverture.

du marché boursier ou du sous-indice des papetières. Cette combinaison sera gagnante s'il y a un changement de valeur relative entre les deux sociétés, si celle vendue à découvert perd du terrain et que l'autre en gagne.

Alors que le gestionnaire traditionnel ne peut faire des profits que sur les cours haussiers, le gestionnaire à rendement absolu en dégage aussi sur les valeurs baissières. Son éventail de titres rentables est donc beaucoup plus étendu.

Les positions à découvert dégagent des liquidités qui sont en partie réinvesties dans les positions acheteur. Cette couverture produit naturellement un effet de levier qui peut être accentué par des emprunts ou par le recours aux produits dérivés. Le degré de levier varie sensiblement selon les stratégies ou les styles. On estime qu'il se situe généralement entre deux et cinq fois, bien qu'il soit parfois absent.

Notons que certains fonds de fonds usent également de levier, ce qui accentue leur rendement, mais aussi leurs pertes. Étant donné les diverses sources de levier, il est difficile pour l'investisseur d'en mesurer l'ampleur totale.

Il convient de noter ici que le mot « couverture » dans l'expression « fonds de couverture » est néanmoins trompeur dans bien des cas, car plusieurs styles de gestion employés par ces fonds ne cherchent pas à couvrir (ou à neutraliser) les risques de marché, mais bien à spéculer sur leur direction.

Les firmes qui compilent des indices de rendement pour les divers styles de fonds de couverture ont établi des typologies très élaborées. Elles les départagent selon les processus de décision, les instruments utilisés et les marchés géographiques. L'approche de l'allocation tactique (*Global Macro*), qui gage de manière opportuniste sur des mouvements importants de devises ou de taux d'intérêt n'est qu'un style parmi d'autres.

En pratique, la liberté considérable dans le choix des marchés et des stratégies est restreinte par la spécialisation de style et les compétences particulières du gestionnaire, mais elle demeure plus grande que chez le gérant de portefeuille traditionnel. Enfin, la gestion à rendement absolu est caractérisée par des rendements faiblement corrélés avec les classes d'actif traditionnelles (actions et obligations), ce qui permet théoriquement de constituer des portefeuilles moins volatiles pour un rendement donné. Dans le cas de certains styles de gestion, on observe une faible corrélation entre les rendements associés à divers styles de gestion.

Québec et OMERS constituent leur propre portefeuille de fonds de couverture. Certaines d'entre elles ont également créé des équipes internes qui utilisent les techniques des fonds de couverture pour dégager un rendement absolu. Notons que les banques canadiennes appliquent depuis longtemps ces mêmes techniques dans les opérations qu'elles effectuent pour leur propre compte.

Les plus petites caisses de retraite ont plutôt tendance à « jouer » ce marché par l'entremise de fonds de fonds externes, quoique les pionnières aient débuté par des placements directs, avec des résultats mitigés. Plus onéreux en frais de gestion, le fonds de fonds apporte une diversification instantanée et une expertise dans la sélection et le suivi des placements. Les caisses engagées dans ces véhicules de placement leur consacrent en général 3 % de leur portefeuille, mais elles visent à terme entre 5 et 10 %. Au total, les caisses de retraite canadiennes ont alloué environ 10 milliards de dollars aux fonds de couverture.

Le marché au détail se développe rapidement, notamment au Québec, où le Mouvement Desjardins et la Banque Nationale commercialisent auprès des petits investisseurs des dépôts à terme et des billets structurés⁵, dont le capital est généralement garanti et le rendement lié à celui d'un fonds de fonds. De telles structures ont également été montées par des fonds de fonds indépendants, qui ont utilisé à cette fin des billets émis par des sociétés de la Couronne⁶. Le placement minimal peut dans certains cas être de seulement 500 dollars. Northwater, le plus grand fonds de fonds canadien, a, quant à lui, choisi la voie des fonds communs de placement à capital fixe cotés à la Bourse de Toronto pour pénétrer le marché du détail⁷. Ce créneau du petit investisseur existe aussi en Europe, mais non aux États-Unis où seuls les individus fortunés et les institutions ont accès aux fonds de couverture.

Une offre canadienne limitée

Du côté de l'offre, on recense environ 150 fonds de couverture établis au Canada⁸, mais la plupart ont moins de 25 millions de dollars d'actifs sous

5. Un billet structuré est un titre d'emprunt négociable ayant des caractéristiques particulières. Dans le cas présent, l'intérêt est remplacé par le rendement d'un fonds de fonds.

6. L'avantage pour la société de la Couronne est un coût d'emprunt plus bas.

7. Un assureur canadien commercialise un produit de détail sous forme de fonds distinct.

8. Le nombre des gestionnaires est plus faible, car certaines firmes comptent plusieurs fonds.

gestion. Une forte proportion des capitaux gérés au Canada — dont une part grandissante provient de fonds de fonds étrangers — est détenue par seulement six firmes : Sprott Asset Management, Salida Capital, Polar Capital, Leeward Capital, Mapleridge Capital et J.C. Clark (Cohen, 2004)⁹. Jusqu'à ce jour peu d'investisseurs institutionnels canadiens, y compris les fonds de fonds, effectuent directement des placements dans les fonds de couverture canadiens. Les gestionnaires de taille moyenne attirent, de leur côté, des investisseurs privés canadiens guidés par des conseillers financiers. La stratégie de loin la plus populaire est la sélection d'actions en positions acheteur et vendeur.

Pour percer ce marché lucratif et en forte croissance, des gérants de fonds traditionnels comme TD Asset Management, Natcan et Fiera Capital ont récemment créé des portefeuilles gérés à la manière des fonds de couverture. Toutefois, le volume de ces opérations est encore faible par rapport à la taille de leur actif sous gestion traditionnelle.

Au Canada, le secteur des fonds de fonds est relativement mieux développé et croît plus rapidement. Parmi les plus importantes firmes indépendantes, outre Northwater, mentionnons Norshield, Maple Partners, Tricycle, HR Stratégies et Arrow Hedge. Les produits de plusieurs fonds de fonds étrangers sont également commercialisés au Canada, directement ou en association avec des partenaires locaux. Hormis la Banque Nationale et Desjardins, les grandes institutions de dépôt sont encore peu présentes sur ce marché. Au total, on compte environ 60 fonds de fonds actifs au Canada.

En revanche, toutes les grandes banques ont lancé des unités de courtage désigné (prime brokerage), qui, outre l'exécution des transactions, offrent aux fonds de couverture des services spécialisés tels que le financement, la garde de valeurs, le règlement des opérations, les prêts de titres pour les ventes à découvert, des systèmes de gestion du risque et même un appui dans la promotion auprès des investisseurs. Sur le plan mondial, cette activité est dominée par trois grandes banques d'investissement¹⁰. Au Canada, les acteurs les plus importants sont jusqu'à maintenant la Banque Royale et la Banque de Montréal.

Les enjeux

Des participants au colloque ont déploré le fait que relativement peu de fonds de couverture ont jusqu'ici pignon sur rue au Canada. Malgré un taux de croissance annuel d'environ 20 %, cette industrie serait, comparativement aux marchés boursiers, deux fois moins développée au Canada qu'en Europe et six fois moins qu'aux États-Unis. Par contre, l'activité des fonds de fonds et la vente de produits au détail semblent connaître ici un bel essor.

Selon Greenwich Associates (2003), le pourcentage des investisseurs institutionnels canadiens actifs sur le marché des fonds de couverture est inférieur à celui observé dans les principaux pays industriels, sauf au Royaume-Uni. Ainsi, le plus grand défi des gestionnaires locaux consiste à mobiliser les capitaux nécessaires, surtout durant la phase de démarrage. Cela s'expliquerait, selon certains, par le nombre, plus petit, des grandes fondations et des fortunes familiales, ainsi que par la taille plus modeste et l'orientation plus conservatrice des caisses de retraite. Par ailleurs, d'autres participants estiment qu'un accès plus limité aux compétences techniques nécessaires et la petite taille des marchés financiers canadiens entravent le déploiement de certaines stratégies, par exemple l'arbitrage dans le domaine des fusions et acquisitions.

Les participants à l'atelier s'accordent à dire que la réglementation actuelle n'est pas un obstacle au développement de cette industrie. Après un débat passionné, la Security Exchange Commission a décidé récemment d'enregistrer les gestionnaires des fonds de couverture, ce qui se fait déjà dans plusieurs pays, dont le Canada. Ici comme ailleurs, le petit investisseur ne peut faire des placements directement dans un fonds de couverture. Les organismes provinciaux de réglementation accordent cependant des visas de vente au détail à un type restreint de fonds commun de placement à capital fixe et à des produits à capital garanti, qui, eux, investissent dans des fonds de couverture. Par ailleurs, un participant au colloque, qui a perdu une somme importante dans un fonds américain frauduleux, pense que la réglementation est capable de dissuader les escrocs. Un autre soutient au contraire qu'elle procure un faux sentiment de sécurité aux investisseurs.

Les effets des fonds de couverture sur la stabilité du système financier mondial ont été étudiés par plusieurs instances internationales, notamment le Forum sur la stabilité financière, le Fonds monétaire international et la Banque des Règlements Internationaux. Parmi les questions figurant encore à leur programme de discussions, citons les pratiques

9. La majorité des fonds de couverture canadiens sont établis à Toronto, tandis que plusieurs fonds de fonds canadiens sont gérés à Montréal. Les caisses de retraite du Québec sont généralement plus enclines à investir dans cette classe d'actif que celles des autres provinces.

10. Il s'agit de Morgan Stanley, Bear Stearns et Goldman Sachs.

de gestion des risques de contrepartie des courtiers désignés auprès des fonds de couverture à fort levier. La faible transparence de ces fonds à fort levier fait aussi l'objet de discussions, de même que la protection de l'épargnant dans les ventes au détail des produits de cette industrie. Enfin, certains pays à marché émergent demeurent inquiets au sujet des effets délétères que les rentrées et sorties rapides des capitaux gérés par les fonds de couverture peuvent avoir sur la stabilité de leur très jeune système financier.

Certains participants ont toutefois souligné que les fonds de couverture sont habituellement acheteurs quand les investisseurs traditionnels sont vendeurs et vice-versa, ce qui renforce la liquidité des marchés et donc leur stabilité et leur efficacité. Cette remarque s'applique particulièrement aux stratégies d'arbitrage, qui reposent sur un retour attendu aux valeurs fondamentales, mais pas aux stratégies directionnelles, qui misent sur la poursuite des tendances.

Conclusion

L'industrie canadienne des fonds de couverture croît rapidement dans plusieurs créneaux. Cependant, le volet distribution des produits semble relativement plus développé que le volet production. Cette industrie ne semble pas poser actuellement de défis en matière de stabilité financière, d'autant plus que sa taille est encore modeste. Ses activités sont toutefois fortement intégrées à l'industrie mondiale. Au sein de plusieurs instances internationales, cette dernière fait l'objet d'une réflexion continue sur les avantages et les risques potentiels qui y sont associés.

Ouvrages et articles cités

- Cohen, B. (2004). « Canada Breaks Out of Its Northern Stronghold », *Absolute Return*, vol. 2, n° 2 (mai), p. 30-33.
- Fonds monétaire international (2004). *Global Financial Stability Report: Market Developments and Issues* (septembre).
- Greenwich Associates (2003). *The Alternative Balancing Act*, < <http://www.greenwich.com> >.
- Hedge Fund Research, Inc. (2004). *Hedge Fund Industry Report for Second Quarter 2004*.
- Investor Economics (2003). *Hedge Funds Report*.