

>> Les pratiques de la structuration sur fonds alternatifs

Vivien NJEWEL, Consultant

La gestion alternative a pour objectif d'être décorrélée des marchés financiers et d'offrir aux investisseurs une performance régulière et absolue, quelle que soit l'évolution des marchés. Sur une longue période, les fonds alternatifs présentent souvent de meilleurs ratios Rendement/Risque que le marché. Ce mode de gestion montre par conséquent un attrait qui ne cesse de se renforcer. Pour autant, l'investissement dans les fonds alternatifs est complexe, du fait de l'opacité de ce marché liée essentiellement à la très faible visibilité sur les stratégies des gérants. Il est par conséquent souhaitable de cerner au maximum les axes de gestion et instruments utilisés pour ces véhicules dans le cadre d'une gestion maîtrisée, tant en termes de performance escomptée que de risques associés.

Dans cet esprit, cet article vise à rappeler les moyens dont disposent les banques pour permettre aux investisseurs d'accéder aux performances des fonds, mais aussi à donner un éclairage sur les possibilités de suivi en termes de gestion des risques.

>> Supports d'investissement

Pour permettre aux investisseurs de bénéficier de la performance des fonds en minimisant leurs risques, les banques d'investissement émettent des notes (EMTN⁽¹⁾) sur base de produits structurés ayant pour sous-jacents des fonds alternatifs purs, fonds de fonds alternatifs ou paniers de fonds alternatifs. *Les banques se rémunèrent essentiellement au travers des « frais » de structuration facturés aux investisseurs.*

Types de structure

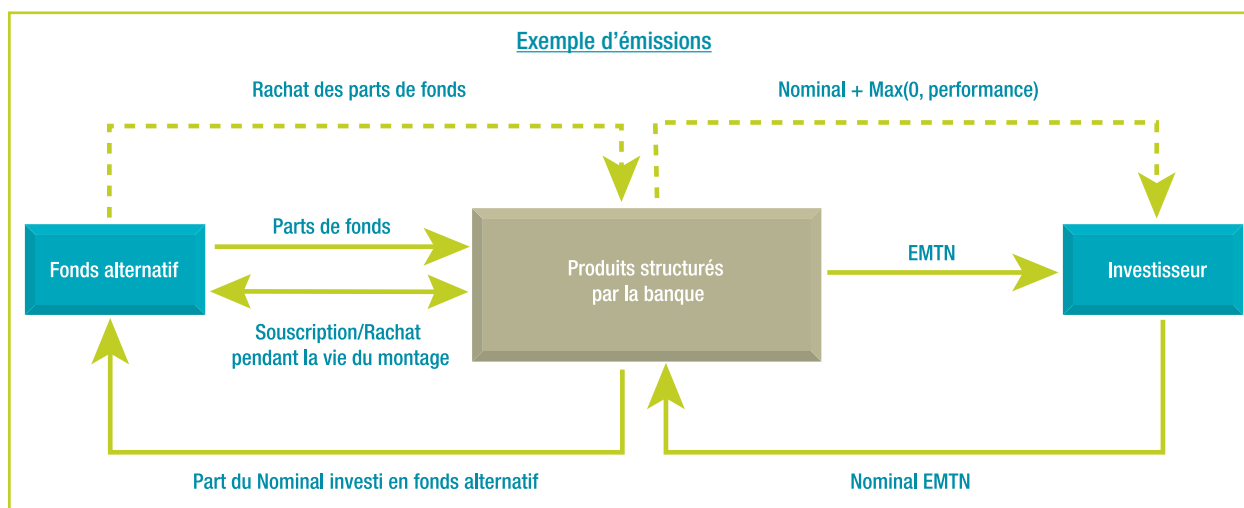
Trois types de produits sont principalement développés par les structureurs :

- > Produits à capital garanti (avec ou sans levier).
- > Produits de réplication de fonds.
- > Produits à effet de levier.

Exception faite des produits de réplication de fonds qui sont sans risque majeur pour la banque, ces produits sont structurés sur la base de méthodologies traditionnelles d'assurance de portefeuille. Ces méthodologies garantissent totalement ou partiellement le capital investi par le client (ou lui permettent d'accéder à un levier). La principale méthodologie utilisée est celle de la gestion CPPI⁽²⁾.

Une structure CPPI est une structure comprenant à tout instant un actif risqué (fonds alternatif sous-jacent) et un actif sans risque (cash ou investissement dans des fonds monétaires). L'ajustement entre l'exposition en actifs risqués et sans risque est géré dynamiquement pendant la vie du produit en fonction de l'évolution de la VL⁽³⁾, des sorties anticipées des clients et des conditions de taux.

Les équipes de structuration, grâce à des modèles quantitatifs, déterminent le « coussin » ou partie des actifs pouvant être mis en risque sans que soit remis en cause le niveau de la protection. Le coussin est évalué par la différence entre



(1) EMTN : Euro Medium Term Note - (2) CPPI : Constant Proportion Portfolio Insurance - (3) VL : Valeur Liquidative

la valeur initiale du produit et la valeur actuelle minimum nécessaire pour offrir la garantie en capital à échéance.

Grâce à des modèles quantitatifs, les équipes de structuration vont déterminer une indexation à appliquer au coussin afin de définir l'exposition du portefeuille au sous-jacent risqué (fonds alternatif). L'ajustement de l'indexation sera dynamique et dépendra des variations du fonds : plus le fonds performe, plus l'indexation sera forte et plus le gérant augmentera la part d'actifs investie dans le fonds ; et inversement, plus le rendement du fonds baissera, plus l'indexation sera faible et plus le gérant diminuera la part investie dans le fonds.

La performance du CPPI étant dépendante de l'actif risqué (fonds alternatif), le savoir-faire des équipes de structuration repose alors sur leur capacité à sélectionner des fonds performants. Ainsi, lors de la structuration des produits, les structureurs réalisent des « due diligence⁽⁴⁾ » afin d'évaluer d'une part la capacité des gérants à créer de la performance et d'autre part le fonds alternatif sur lequel le montage est investi.

Due diligence

Différents critères regroupant des aspects qualitatifs, quantitatifs et structurels, sont évalués lors du processus de *due diligence*.

ANALYSE QUALITATIVE	<ul style="list-style-type: none"> • Qualité de la signature de la société de gestion <ul style="list-style-type: none"> - Rating - Type de structure • Séniorité et compétences de l'équipe • Qualité des services providers
ANALYSE QUANTITATIVE	<ul style="list-style-type: none"> • Actifs sous gestion <ul style="list-style-type: none"> - Clients du fonds - Taille - Conditions de liquidité • Gestion des risques par les gérants • Stratégie d'investissement en termes de diversification
ANALYSE DES RISQUES STRUCTURELS	<ul style="list-style-type: none"> • Outils de gestion • Processus d'investissement • Dispositifs de contrôle interne

Ces analyses permettent à la banque de sélectionner des fonds sous-jacents pouvant délivrer la performance espérée.

Caractéristiques de la transaction

La définition des caractéristiques des produits vendus est faite lors de la structuration en fonction :

- > D'une part, des risques relatifs aux fonds alternatifs sous-jacents.
- > Et d'autre part, des objectifs de performance des produits.

Ces paramètres sont déclinés dans la documentation juridique (par exemple : *Investissement guidelines*, *Trading management agreement*, etc.) qui régit la vie du produit.

(4) Lettre OTC Conseil N°28 – mars 2006 : « La Due Diligence n'est pas un long fleuve tranquille » - (5) *Notice period* : correspond à la période à laquelle le fonds s'engage à offrir de la liquidité. Les *notices period* peuvent être améliorées selon le niveau d'emprise de STR sur le fonds sous-jacent (exemple : *notice period* de moins de 30 jours pour un fonds à valorisation mensuelle) - (6) Le *risk factor* mesure le niveau de dépréciation du fonds alternatif (sous-jacent) anticipé par la banque lors de la structuration.

>> Risques portés par les produits

Les mécanismes d'investissement et de désinvestissement dynamiques induits par les montages de type CPPI nécessitent une liquidité suffisante du sous-jacent et une bonne prise en compte des conditions de marché lors de la structuration. Ces produits concentrent une multiplicité de risques qu'il convient de souligner.

Risque de liquidité

Le risque de liquidité est de deux ordres :

- > L'adossement entre la liquidité offerte à l'investisseur par la banque et celle du fonds sous-jacent.
- > La liquidité comme maturité glissante du *gap risk*.

La documentation juridique du produit est rédigée de manière à répercuter au client les conditions de liquidité effective du fonds sous-jacent aussi bien pour les remboursements (par exemple : anticipés, finaux) que pour la définition des paramètres du portefeuille de la structure vendue par la banque (par exemple : *Notice period*⁽⁵⁾).

Gap risk

Ce risque correspond à une dépréciation de l'actif risqué entre le passage de l'ordre de rachat et la cession effective des parts. Aussi, un montage investi sur un sous-jacent à liquidité mensuelle est plus exposé à ce risque que celui dont le sous-jacent bénéficie d'une liquidité hebdomadaire. Ce risque n'est pas couvert du fait de l'absence de marché de dérivés de fonds alternatifs. Lors de la structuration, ce risque est géré par un calibrage conservateur du *risk factor*⁽⁶⁾ du montage, notamment au travers de l'analyse quantitative du fonds sous-jacent (exemple : liquidité, volatilité ou encore stress testing des rendements du fonds). En cours de vie, l'exposition relative à la dépréciation de l'actif risqué doit être suivie par des indicateurs de risque adéquats.

Risque de taux

L'exposition de la structure à l'évolution des taux dépend de la nature de l'actif sous-jacent. En cas de chocs importants sur les taux, le montage peut être désinvesti pour assurer la garantie et ne bénéficie plus pleinement de la performance de l'actif risqué. Un risque de taux non couvert pénalise donc la structure à hauteur de la performance de l'actif risqué. Cette position va à l'encontre des intérêts de l'investisseur qui a une performance indexée sur la valeur globale de la structure.

Plusieurs moyens permettent de couvrir le risque de taux ainsi défini :

- > Achat d'un cap de taux en dehors de la monnaie pour prendre en compte le risque de taux.
- > Swap de taux.
- > Rajout d'un stress test de taux au plancher lors de la structuration en fonction des prévisions de l'évolution des taux pendant la vie du produit.

Risque de change

Concernant le risque de change inhérent au produit structuré, celui-ci est relatif à la différence entre la devise du nominal garanti par le montage et celle du fonds sous-jacent utilisée pour le montage (exemple : garantie d'un nominal en euro, VL du fonds sous-jacent exprimé en dollar). Contractuellement, ce risque doit être couvert par la banque sur la base d'opération traditionnelle de couverture de change (*currency swap*).

Risque de crédit

Les banques peuvent être amenées à consentir des lignes de crédit dans le cadre de montages réalisés. C'est le cas notamment pour les CPPI à levier lorsque ce levier est mobilisé sous forme d'une facilité de crédit. Dans ce cas, la banque prête de l'argent au fonds proportionnellement à la performance de l'actif risqué. Référencée dans le portefeuille bancaire, cette transaction est gérée via les procédures en vigueur au sein des établissements bancaires (exemple : système de notation interne).

Risque opérationnel

Le risque opérationnel relatif à cette activité au niveau des banques d'investissement s'analyse à deux niveaux :

Le fonds alternatif sous-jacent : les « due diligence » réalisées par la banque assurent que les risques opérationnels au sein de la société de gestion sont maîtrisés et n'impacteront pas la liquidité offerte par le fonds alternatif pendant la vie du produit.

La banque d'investissement : le risque opérationnel est relatif aux différentes tâches sur l'ensemble du processus Front-to-Back (exemple : valorisation des parts de fonds, exécution des ordres de souscription/rachat, facturation, Règlement/Livraison).

>> Quel dispositif de maîtrise des risques ?

Au regard du CRBF 97-02, le dispositif de risques de la banque pour ce type d'activité doit assurer :

- > L'encadrement des risques par la définition et la mise en place d'une feuille de route.
- > Un suivi indépendant des risques portés en termes d'exposition et de limite.

Les pratiques usuelles consistent à utiliser les limites standards du type : VaR, diversification, maturité. Or, ces dernières ne permettent pas de couvrir tous les risques supportés par ces activités.

En effet, étant donné le mode de structuration (*due diligence*, calibration de paramètres de risques conservateurs), ces produits sont exposés à des risques extrêmes alors que la VaR ne capte pas ces risques. La E-VaR, qui apprécie le niveau d'exposition relatif à des événements ayant une probabilité d'occurrence extrême, peut être une alternative à la VaR pour ce type d'activité. De même, des indicateurs de type *Capital-at-Risk* (CaR) qui mesurent la perte de la banque lorsque la VL du fonds passe instantanément à zéro, doivent être introduits pour un suivi efficace du *gap risk*.

PRINCIPALES STRATÉGIES DES FONDS ALTERNATIFS

- **Arbitrage de convertible (*convertible arbitrage*) :** investit dans les obligations convertibles mal cotées sur le marché.
- **Sélection de titres (*Long short Equity*) :** consiste à prendre des positions aussi bien longues (acheteuses) que courtes (vendeuses) sur des actions sélectionnées appartenant au même secteur ou à la même zone géographique, avec une position nette résultante plutôt longue (*long bias*), ou plutôt vendeuse (*short bias*), ou neutre (*market neutral*).
- **Macro / opportuniste (*global macro*) :** tente de tirer profit des évolutions de l'économie globale, en particulier les évolutions de taux résultant des politiques économiques de gouvernement.
- **Arbitrage sur produits de taux (*fixed income arbitrage*) :** cherche à tirer profit des mouvements et des déformations de la courbe des taux.
- **Arbitrage sur fusions/acquisitions (*merger arbitrage*) :** résulte de l'écart entre le prix annoncé par l'acquéreur et le prix auquel la cible se traite sur le marché.
- **Situations spéciales (*event driven*) :** opportunités générées par des événements intervenant dans la vie des entreprises : filialisation, fusions ou des difficultés (*distressed securities*).
- **Marchés émergents (*emerging markets*) :** investit dans les marchés en développement.

Enfin, à l'instar du fonctionnement des comités produits dans les établissements bancaires, le dispositif de maîtrise des risques intègre une procédure de validation visant à s'assurer que l'ensemble des parties prenantes de la banque (exemple : Direction juridique, Déontologie, F/O, Risques ou B/O) ont revu et donné leur accord.

>> Des progrès en matière de gestion de risques...

Les banques d'investissement, en se positionnant comme intermédiaires entre fonds alternatifs et investisseurs, ont su tirer parti des inconvénients du marché des fonds en proposant des produits structurés bénéficiant de la performance des fonds et garantissant le capital investi.

L'ensemble de l'industrie des fonds a également bénéficié de ce mouvement en y trouvant de nouveaux moteurs et facteurs de dynamisme.

Comme pour tout mouvement d'innovation financière, le suivi de cette activité nécessite un savoir-faire spécifique, un dispositif de contrôle et de reportings adaptés à la réglementation, et une prise en compte efficiente des différents risques portés par les banques.

Sur ce thème, les réglementations se structurent progressivement et les bonnes pratiques commencent à se diffuser. Mais des efforts importants restent à faire sur ce terrain pour réussir à normaliser complètement le suivi de ces véhicules, dans un contexte bancaire aujourd'hui moins favorable que celui des années précédentes. Nul doute cependant que les prochains mois seront mis à profit par les acteurs pour renforcer les processus de contrôle et de suivi autour de ces activités, dont l'apport technique reste indéniable ●