

# Rapports



## Introduction

**L**a section Rapports permet d'approfondir des questions intéressant les diverses composantes du système financier (institutions, marchés et systèmes de compensation et de règlement).

La capacité des ménages et des entreprises à détenir et à échanger en toute confiance des actifs financiers est indispensable au bon fonctionnement de l'économie canadienne, tout comme la canalisation efficace de l'épargne vers l'investissement. Or, des éléments de friction dans les marchés financiers peuvent nuire à la mise en relation des épargnants et des emprunteurs et, par conséquent, à l'efficacité de l'allocation des ressources financières. La compréhension de ces éléments de friction suppose celle de l'efficacité des marchés financiers. Le rapport intitulé *Typologie de l'efficacité des marchés* traite des trois grands types d'efficacité des marchés, à savoir l'efficacité informationnelle, opérationnelle et allocative. L'auteur fait ressortir l'existence d'une relation de hiérarchie entre les trois, le dernier étant conditionné par les deux premiers.

Depuis quelques années, au Canada, les investisseurs institutionnels et particuliers s'intéressent aux fonds de couverture, auparavant réservés aux grandes fortunes. La progression de la demande a fait se multiplier ces fonds ainsi que les « fonds de fonds » au pays. Pour mieux saisir l'incidence du phénomène sur le système financier national, la Banque du Canada a tenu un colloque sur le sujet en juin 2004. Le rapport ayant pour titre *Portrait de l'industrie canadienne des fonds de couverture* décrit la nature de ces instruments et leur importance dans le système financier du pays. Suit une analyse des questions que soulève la croissance de cette industrie au Canada, notamment son stade de développement, sa réglementation et ses effets potentiels sur le système financier canadien.



# Typologie de l'efficience des marchés

Gregory H. Bauer

**L**a Banque du Canada s'intéresse depuis longtemps à la stabilité et à l'efficience des marchés financiers du pays, en particulier à l'efficience avec laquelle le système financier assure la répartition des capitaux entre les épargnants et les investisseurs.

Le présent article porte sur les trois grands types d'efficience des marchés, à savoir l'efficience informationnelle, opérationnelle et allocative. Cette typologie est étudiée sous l'angle de la théorie financière<sup>1</sup>. L'une des conclusions principales qui ressort de l'analyse est l'existence d'une relation de hiérarchie entre ces trois types d'efficience, le dernier étant subordonné aux deux premiers<sup>2</sup>. L'article expose également certaines conséquences importantes des travaux de recherche actuels pour les politiques publiques<sup>3</sup>.

## L'efficience informationnelle

Le marché d'un actif fait preuve d'efficience informationnelle lorsque le prix intègre la totalité des renseignements relatifs à la « valeur fondamentale » de l'actif<sup>4</sup>. L'étendue de l'information mise à la disposition des acteurs du marché permet de distinguer trois degrés d'efficience. L'efficience est dite « faible » lorsque le prix actuel se fonde uniquement sur les prix passés; l'analyse technique n'est alors d'aucune utilité pour procurer

un rendement supérieur à celui du marché (une fois corrigé en fonction du risque)<sup>5</sup>. Il y a efficience « semi-forte » lorsque le prix de l'actif reflète intégralement l'information diffusée publiquement, comme les ratios dividendes/cours ou les taux d'intérêt; dès lors, cette information ne peut servir à « battre le marché ». L'efficience est dite « forte » lorsque le prix traduit toute l'information disponible, même privée<sup>6</sup>; une telle situation enlève évidemment tout intérêt aux opérations d'initié<sup>7</sup>.

Il faut savoir qu'un marché ne peut être parfaitement efficient sur le plan informationnel (c'est le paradoxe de Grossman et Stiglitz). Pour s'en convaincre, il suffit d'examiner ce qu'un tel marché implique. Si le prix d'un actif reflète déjà l'ensemble de l'information publique et privée, personne ne se donnera la peine d'acquérir de l'information sur l'actif en question puisqu'il n'y a aucun gain à en retirer. Mais alors, comment l'information aurait-elle pu être prise en compte au départ dans le processus de formation des prix? Le prix d'un actif ne peut par conséquent se fonder sur la totalité de l'information publique et privée.

L'efficience informationnelle d'un marché doit donc être appréhendée en termes relatifs. La quantité d'information que contient le prix d'un actif est celle qui égalise le coût marginal d'acquisition de l'information avec le rendement marginal des

1. Les définitions reprennent celles qu'a utilisées la sous-gouverneure Sheryl Kennedy (2004).
2. On trouvera dans Hendry et King (2004) une synthèse de l'état des recherches sur l'efficience des marchés canadiens de capitaux.
3. Même si la Banque du Canada ne dispose d'aucun pouvoir législatif en matière d'élaboration et de mise en œuvre des politiques publiques dans la plupart des domaines touchant directement à l'efficience informationnelle et opérationnelle, elle s'intéresse à ces deux types d'efficience en raison de leurs liens avec l'efficience allocative.
4. La valeur fondamentale d'un actif équivaut à la somme des valeurs actualisées des flux monétaires que l'actif devrait générer. Le taux d'actualisation est égal au taux de rendement sans risque majoré de la prime de risque associée à l'actif.

5. L'analyse est qualifiée de « technique » lorsqu'elle s'appuie uniquement sur l'historique des prix et des volumes de négociation.
6. L'information privée (asymétrique) n'est connue que des investisseurs avertis. Il peut s'agir : i) d'information privilégiée sur une entreprise donnée; ii) de prévisions de qualité supérieure au sujet de l'information publique à paraître; ou iii) d'une meilleure interprétation de l'information du domaine public. Dans les deux derniers cas, l'information peut porter sur une ou plusieurs entreprises. La littérature financière étudie l'incidence de l'information privée sur le prix des actifs par l'intermédiaire du flux d'ordres des investisseurs.
7. Il est à noter que les opérations d'initié ne constituent pas toujours un délit; tout dépend des circonstances. Voir King et Padalko (2004).

opérations réalisées sur la foi de celle-ci. Jamais un prix ne traduit toute l'information disponible, quelle que soit la définition donnée de cette dernière. Il convient alors de se demander : i) combien de temps faut-il pour que l'information soit intégrée au prix? et ii) comment cette intégration se fait-elle? L'importance de la première question tient à la volonté des épargnants de savoir si l'actif est vendu à « juste prix », c'est-à-dire s'ils ne risquent pas, après coup, de voir leur investissement se déprécier à cause de mauvaises nouvelles qui éclatent finalement au grand jour. La seconde question a trait à l'intégrité du marché. Lorsque les initiés savent qu'un actif est surévalué, comment l'information est-elle divulguée aux investisseurs ordinaires? Ceux-ci en prennent-ils connaissance une fois que les détenteurs d'information privilégiée ont effectué leurs opérations, dans l'illégalité, ou par voie de communiqué?

L'efficience informationnelle est souvent assimilée, à tort, à l'hypothèse voulant que le modèle de formation des prix sur les marchés boursiers soit une marche aléatoire<sup>8,9</sup>. Si la prime de risque associée aux actions varie dans le temps, les cours refléteront les conditions changeantes du marché; leur évolution aura donc un élément de prévisibilité, ce qui est contraire au concept de marche aléatoire. Il faut cependant souligner que, si l'efficience du marché est semi-forte, nul ne pourra réaliser un rendement supérieur à celui du marché grâce à l'information publique.

### Incidence sur les politiques publiques

- La plupart des études indiquent que les marchés réagissent très promptement aux nouvelles d'intérêt public, comme les annonces de variation des taux d'intérêt. Ce type de nouvelles semble toutefois jouer un rôle fort secondaire dans la dynamique du prix des actifs. C'est plutôt la révélation d'information privée qui détermine au premier chef le rendement et la volatilité sur les marchés des actions, des obligations et des changes. Aussi est-il important, pour les responsables des politiques publiques en général, de comprendre pourquoi certains agents paraissent mieux informés que d'autres et comment cette information privée est trans-

mise au marché. Tel est justement l'un des buts que poursuit la Banque dans ses travaux sur la transparence des marchés.

- Les recherches qui ont été réalisées sur les petites économies ouvertes sont riches d'enseignements sur l'efficience des marchés. On sait, par exemple, que les cours des actions canadiennes sont influencés par l'information privée et publique qui émane des marchés boursiers et monétaire américains (voir Albuquerque, Bauer et Schneider, 2004). Il convient de souligner que, dans ce cas, l'information privée se trouve liée en partie aux conjectures des investisseurs avertis des États-Unis quant à la trajectoire future des taux d'intérêt dans leur pays (Bauer et Vega, 2004).
- Les entreprises ou les marchés de petite taille ont généralement un degré limité d'efficience informationnelle parce que peu de ressources y sont consacrées à l'étude du marché. La situation pourrait être préoccupante au Canada en ce qui concerne les petites entreprises ou le marché des obligations de sociétés. En outre, les marchés encore jeunes, comme le marché canadien du transfert du risque de crédit, ont tendance à afficher des lacunes sur le plan de l'information et, par le fait même, à offrir un plus grand potentiel de gain aux investisseurs qui font l'effort de s'informer.
- L'inefficience informationnelle, aussi faible soit-elle, peut être lourde de conséquences pour la formation du prix d'un actif. Supposons qu'un actif se négocie à sa valeur fondamentale. Conformément à la définition donnée précédemment, les flux monétaires qui seront générés par l'actif sont actualisés au taux de rendement sans risque majoré de la prime de risque attendue. Or, il a été démontré empiriquement que la prime de risque attendue est très persistante, c'est-à-dire qu'il y a une relation étroite entre sa valeur future et sa valeur actuelle. Toute erreur de prévision, attribuable à l'inefficience, à l'égard de cette prime se répercute sur plusieurs périodes. Pendant un long moment, le prix de l'actif peut ainsi être fondé sur une valeur actualisée inexacte des flux monétaires futurs. Une amélioration de l'efficience informationnelle, même modeste, pourrait donc exercer une forte incidence sur les prix observés<sup>10</sup>.

8. On dit que les cours boursiers suivent une marche aléatoire lorsqu'aucune information disponible ne permet de prévoir leur comportement.

9. En gros, le concept mathématique de marche aléatoire suppose que les acteurs du marché sont tous neutres à l'égard du risque, ce qui est loin d'être le cas dans la réalité observable. Aussi le modèle de la marche aléatoire s'avère-t-il souvent inadéquat.

10. Le phénomène peut être illustré à l'aide du modèle type de croissance des cours boursiers de Gordon. Supposons qu'une action rapporte un dividende annuel de 1 \$ et que l'on s'attend à ce que celui-ci augmente de 3 % par année. Si le taux de rendement exigé à l'égard de l'action est de 5 % par année, le titre se vendrait 50 \$. Supposons maintenant que l'élimination d'un élément de friction sur le marché fait reculer le taux de rendement exigé de 25 points de base (à 4,75 % par année). Le prix de l'action passerait alors à 57,14 \$.

- Les tests d'efficacité informationnelle se trouvent compliqués par le fait qu'il faut, en parallèle, mesurer le pouvoir prédictif du modèle d'évaluation des actifs sous-jacent. En effet, aucun chercheur ne saurait avancer que le marché des obligations du gouvernement canadien est (relativement) efficace en matière informationnelle sans préciser sur quel modèle d'évaluation des actifs il se base. La difficulté, pour les décideurs publics, vient de ce que les spécialistes ne s'entendent pas sur le choix du modèle, ce qui les oblige à nuancer leurs conclusions. Pour juger de l'efficacité d'un marché, les autorités doivent impérativement comprendre le mode de formation des prix sur ce marché.

## L'efficacité opérationnelle

L'efficacité opérationnelle permet de mesurer ce qu'il en coûte pour transférer des fonds des épargnants aux emprunteurs. Dans un marché de concurrence parfaite, les coûts de transaction devraient refléter les coûts marginaux de prestation des services aux acteurs du marché<sup>11</sup>.

Dans les travaux sur l'efficacité opérationnelle, il est fréquemment question de la liquidité du marché, c'est-à-dire de la capacité des investisseurs à effectuer des transactions de taille « raisonnable » sans devoir payer des coûts de transaction élevés (voir par exemple D'Souza, 2002). La théorie financière montre que les investisseurs avertis (ceux qui détiennent des informations privées) affectionnent les marchés où ils peuvent dissimuler leurs opérations parmi celles d'un grand nombre d'investisseurs non informés, motivés par des facteurs de liquidité. Le degré d'intégration de l'information dans les prix (efficacité informationnelle) serait ainsi lié au degré de liquidité du marché (efficacité opérationnelle).

## Incidence sur les politiques publiques

- La relation qui existe entre les deux premiers types d'efficacité soulève des interrogations quant au bien-fondé d'une transparence forcée des marchés (Zorn, 2004). L'information privée que les investisseurs avertis réunissent sur un actif n'a d'autre but que de leur procurer un bénéfice. Cette information est ensuite révélée au marché par la publication des prix offerts et des opérations conclues, ce qui aide à accroître

l'efficacité informationnelle du marché. Supposons maintenant que les autorités obligent les investisseurs à divulguer contre leur gré l'information privée qu'ils possèdent. Ces derniers seront alors moins enclins à acquérir cette information. Ce changement d'ordre opérationnel aura un effet néfaste sur l'efficacité informationnelle et, par conséquent, sur la liquidité du marché, ce qui nuira aux petits opérateurs non informés.

- La question de l'efficacité opérationnelle déborde le cadre national. Des restrictions aux mouvements de fonds ou encore des particularités relevant de la microstructure des marchés, comme le manque de liquidité ou l'asymétrie d'information, peuvent entraver la mobilité internationale des capitaux. Les écarts d'efficacité informationnelle et opérationnelle entre les pays peuvent aussi conduire les opérateurs à effectuer certaines de leurs transactions sur d'autres places financières.

## L'efficacité allocative

Un marché fait preuve d'efficacité allocative lorsque le taux de rendement marginal (corrigé en fonction du risque) est le même pour tous les épargnants et emprunteurs. Dans un tel contexte, les investisseurs financent les projets dont la valeur actualisée nette est la plus élevée et aucun projet « rentable » n'est écarté par manque de capitaux<sup>12</sup>. La notion d'efficacité allocative est développée dans l'abondante littérature consacrée aux décisions d'investissement des entreprises, ainsi que dans les travaux portant sur les décisions de consommation et d'épargne des particuliers. En général, il faut un modèle très perfectionné de l'économie pour pouvoir évaluer l'efficacité allocative d'un marché.

Jusqu'à tout récemment, il était rarement question dans la littérature financière du rôle de l'efficacité informationnelle et opérationnelle dans l'efficacité allocative. Toutefois, il existe maintenant un important courant de recherche sur le sujet. Certains auteurs, par exemple, analysent l'incidence de l'ampleur de l'information privée sur le rendement exigé d'un actif en situation d'équilibre (Easley, Hvidkjaer et O'Hara, 2002) : lorsque des investisseurs craignent que certains d'entre eux ne soient avantagés par leur connaissance de l'actif ou leur information (et que celle-ci n'est pas prise en compte dans le prix), ils exigent un taux de rendement supérieur. D'autres chercheurs s'intéressent

11. On trouvera dans McPhail (2003) une excellente synthèse sur l'efficacité opérationnelle des systèmes de compensation et de règlement.

12. En économie, cette situation est décrite sous le nom d'« optimum de Pareto ».

à l'effet de la liquidité sur le rendement à l'équilibre (Pástor et Stambaugh, 2003). Force est de reconnaître qu'on n'arrive pas encore à bien départager l'action de l'information et celle de la liquidité dans la formation des prix des actifs. Il ne fait cependant aucun doute que ces éléments micro-structurels influent sur le rendement à l'équilibre. Chose certaine, on ne perçoit plus l'étude de la microstructure des marchés financiers comme une discipline mineure.

On peut considérer que le degré d'efficience allocative d'un marché est subordonné au degré d'efficience informationnelle et opérationnelle<sup>13</sup>. Les ressources sont réparties de manière optimale dans la mesure où les prix intègrent correctement l'information relative à la valeur fondamentale d'un actif.

## Conclusions

Jusqu'à présent, les travaux de recherche de la Banque ont surtout porté sur l'efficience informationnelle et opérationnelle de divers marchés canadiens de capitaux. Ainsi qu'il a été souligné précédemment, l'amélioration de ces deux types d'efficience peut avoir une grande incidence sur le prix des actifs. Agir sur ces deux dimensions de l'efficience par un changement exogène des politiques publiques pourrait faire varier considérablement les taux de rendement exigés à l'égard des sociétés canadiennes et, par ricochet, l'allocation des capitaux au sein du marché. Même modestes, les modifications imposées à la structure des marchés financiers pourraient être lourdes de conséquences pour l'activité réelle. Dans ces conditions, on comprend que ce genre de mesures ne soit mis en œuvre qu'au terme d'analyses très poussées.

## Bibliographie

- Albuquerque, R., G. H. Bauer et M. Schneider (2004). « Characterizing Asymmetric Information in International Equity Markets », document de travail, William E. Simon Graduate School of Business Administration, University of Rochester.
- Bauer, G. H., et C. Vega (2004). « Politique monétaire, information privée et marchés boursiers internationaux », *Revue du système financier* (présente livraison).
- D'Souza, C. (2002). « La liquidité du marché canadien des changes et la dynamique des taux de change », *Revue du système financier* (décembre), p. 59-61.
- Easley, D., S. Hvidkjaer et M. O'Hara (2002). « Is Information Risk a Determinant of Asset Returns? », *The Journal of Finance*, vol. 47, n° 5, p. 2185-2221.
- Hendry, S., et M. King (2004). « L'efficience des marchés canadiens de capitaux : survol des travaux de recherche de la Banque du Canada », *Revue de la Banque du Canada* (été), p. 5-19.
- Kennedy, S. (2004). « Comment les marchés canadiens de capitaux se comparent-ils aux autres? », *Revue de la Banque du Canada* (été), p. 35-43.
- King, M. R., et M. Padalko (2004). « Les hausses de cours observées au Canada à l'approche d'offres publiques d'achat sont-elles le symptôme d'un problème? », *Revue du système financier* (présente livraison).
- McPhail, K. (2003). « La gestion du risque opérationnel lié aux systèmes de compensation et de règlement », *Revue du système financier* (juin), p. 83-85.
- Pástor, L., et R. F. Stambaugh (2003). « Liquidity Risk and Expected Stock Returns », *Journal of Political Economy*, vol. 111, n° 3, p. 642-685.
- Zorn, L. (2004). « Atelier de la Banque du Canada sur la réglementation, la transparence et la qualité des marchés de titres à revenu fixe », *Revue du système financier* (juin), p. 43-48.

13. De fait, on peut donner plusieurs définitions de l'efficience allocative, selon l'ensemble d'informations servant à mesurer les relations d'équilibre.

# Portrait de l'industrie canadienne des fonds de couverture

*Miville Tremblay*

**A**u 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 saillants<sup>1</sup>.

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)<sup>2</sup>. Selon diverses sources informelles, les capitaux canadiens investis dans ces véhicules totalisaient jusqu'à 23 milliards de

dollars canadiens<sup>3</sup>, 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)<sup>4</sup>. 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 institutionnels<sup>1</sup>, 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 structurés<sup>5</sup>, 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 Couronne<sup>6</sup>. 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 détail<sup>7</sup>. 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 Canada<sup>8</sup>, 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)<sup>9</sup>. 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'investissement<sup>10</sup>. Au Canada, les acteurs les plus importants sont jusqu'à maintenant la Banque Royale et la Banque de Montréal.

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.

## 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

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*.

