



THOMAS IAN ALESSIE,
Fundamental Analytics S.A.,
Advisor to Leu Prima
Global Fund

**«Le gérant doit
récupérer des
pertes
éventuelles
avant de pouvoir
prélever une
commission sur
les profits.»**

La pratique des frais dans l'univers des hedge funds

Le monde des fonds de placement est clairement divisé en deux camps. D'un côté, les fonds traditionnels, de l'autre, les hedge funds. A peu près tout les sépare, y compris le genre (et le niveau!) des frais appliqués.

Quel que soit le type de fonds, il est difficile de se faire une idée du détail des frais, puisque l'usage veut qu'on parle toujours de la valeur nette d'inventaire (VNI) des fonds, soit leur valeur après déduction de tous les frais. En réalité, la grande différence tient au fait que les gérants des fonds alternatifs prélèvent une commission sur la performance.

Les frais communs aux deux camps

Les fonds de placement traditionnels regroupent généralement leurs frais dans une seule donnée, le TER (total expense ratio), qui correspond à la totalité des frais de fonctionnement déduits sur les parts de fonds (frais de gestion, droits de garde, frais de révision, frais fixes d'administration, etc.), à l'exception des frais de courtage qui peuvent sensiblement varier suivant les fonds.

Précisons que les frais de gestion oscillent en général entre 0.8 et 2% par an, et que les frais fixes d'administration couvrent diverses dépenses, telles que prospectus, frais légaux et autres, à la charge du fonds. Par ailleurs, les droits d'entrée peuvent aller de 0 à 5%, suivant les montants investis et, dans certains cas, le fonds déduit des frais de sortie dégressifs en fonction du nombre d'années d'investissement. Notons que les frais d'entrée sont fréquemment reversés – soit totalement, soit en partie – aux distributeurs à titre de rémunération.

Les frais propres aux hedge funds

L'univers des hedge funds a pour objectif de réaliser des performances absolues, et cela dans n'importe quelle configuration de marché. Les frais de courtage, les frais d'administration, ceux de la banque dépositaire et de l'organe de révision sont déduits de la fortune du fonds, de même qu'une commission de gestion qui oscille généralement entre 1 et 3% des actifs.

Si après déduction de ces frais fixes, la performance du fonds est positive, le gérant touche une commission de l'ordre de 15 à 30% de cette performance. Cette rému-

nération s'accompagne en général de la réserve dite du «*high watermark*», c'est-à-dire que le gérant doit récupérer des pertes éventuelles avant de pouvoir prélever une commission sur les profits. Certaines stratégies de fonds alternatifs, surtout celles dont la volatilité est faible, fixent une performance minimale, appelée «*hurdle rate*», au-dessus de laquelle la commission de performance peut être perçue.

Si les hedge funds n'exigent en général pas de droit d'entrée, ils exigent par contre des montants minimaux d'investissement importants pouvant aller à plusieurs millions. Certains fonds ouverts, qui souhaitent freiner les nouvelles souscriptions, peuvent exiger un «ticket d'entrée» établi sur la base de l'offre et de la demande. C'était notamment le cas des fonds Quantum, auxquels ce système permettait de limiter au maximum les fluctuations de la fortune du fonds, tout en offrant une liquidité journalière aux détenteurs de parts.

Pour éviter des demandes de remboursements malvenues, certains hedge funds imposent une durée d'investissement minimale (période de «*lock-up*»); en cas de demande de remboursement avant la fin de cette période, le fonds peut percevoir une commission de sortie.

La structure de frais des fonds de fonds

Un fonds de hedge funds permet d'investir dans plusieurs hedge funds et constitue une structure en soi, dont les frais administratifs viennent s'ajouter à ceux des hedge funds qui le composent. Ces frais se justifient dans la mesure où une diversification identique exigerait de la part d'un seul investisseur une fortune de plusieurs dizaines de millions de dollars.

De plus, une commission de gestion et une commission de performance sont prélevées par la société de gestion du fonds pour son travail, qui consiste à sélectionner dans un univers de 5'000 à 6'000 hedge funds ceux qui méritent d'être retenus dans son produit. La recherche et le suivi de ces hedge funds peuvent s'avérer coûteux; n'oublions pas, en effet que, si la performance de certains hedge funds est remarquable, c'est grâce à une sélection effectuée par des professionnels sérieux, ce qui permet de se mettre à l'abri de catastrophes retentissantes telles que celle du LTCM.

Hurdle Rate

Le «*hurdle rate*» est la performance minimale à atteindre avant le calcul de la commission de performance.

Exemple

Avec une performance minimale basée sur le taux moyen (Tx) des bons du Trésor américain à trois mois, le calcul est effectué pour un mois de 30 jours (nb), avec un taux de commission de performance de 10% (Tc):

a	VNI par part à la fin du mois précédant (O):	100.00	VNI O
b	VNI par part pour le mois en cours, avant déduction de la commission de performance (acp):	101.50	VNI acp
c	Nombre de parts en circulation (Npc):	100'000.00	Npc
d	Moyenne des bons du Trésor à trois mois:	4.07%	Tx
e	VNI O avec hurdle = VNI O * [1+ (Tx * nb / 365)] :	100.33	VNI h
f	Commission = (VNI acp - VNI h) * Npc * Tc:	11'654.79	

High Watermark

Le «*High Watermark*» est le niveau à rattraper (après une perte) avant de pouvoir recommencer à percevoir la commission de performance.

a	VNI par part à la fin du 1 ^{er} mois:	150.00	VNI O
b	VNI par part à la fin du 2 ^{ème} mois:	145.00	VNI 1
a	VNI par part à la fin du 3 ^{ème} mois, avant déduction de la commission de performance (acp):	148.00	VNI 2
c	VNI par part à la fin du 4 ^{ème} mois, avant déduction de la commission de performance:	152.00	VNI acp
d	Taux de commission de performance	10.00%	Tcp
e	Nombre de parts en circulation	100'000.00	Npc
f	Commission de performance = (VNI O - VNI acp) * Npc * Tcp:	20'000.00	

La VNI O représente le «*High Watermark*». La commission de performance n'est donc pas imputable au troisième mois, malgré une performance positive.