

Pour les investisseurs avertis



NAÏM ABOU JAOUDE

Directeur
de la gestion alternative

DEXIA Asset Management

La gestion alternative se décompose en quatre grandes familles techniques.

Elle présente des contraintes spécifiques pour les investisseurs : liquidité moins grande des fonds, complexité des arbitrages, modélisation sophistiquée... Elle est de ce fait réservée aux investisseurs avertis.

FACE À DES MARCHÉS FINANCIERS de plus en plus volatils, l'investisseur peut légitimement s'orienter vers des formes alternatives de placement de son épargne. Il peut ainsi investir par exemple en titres non cotés via les FCPR, rechercher une protection de son capital voire une garantie sur la performance de son placement, ou utiliser la gestion alternative.

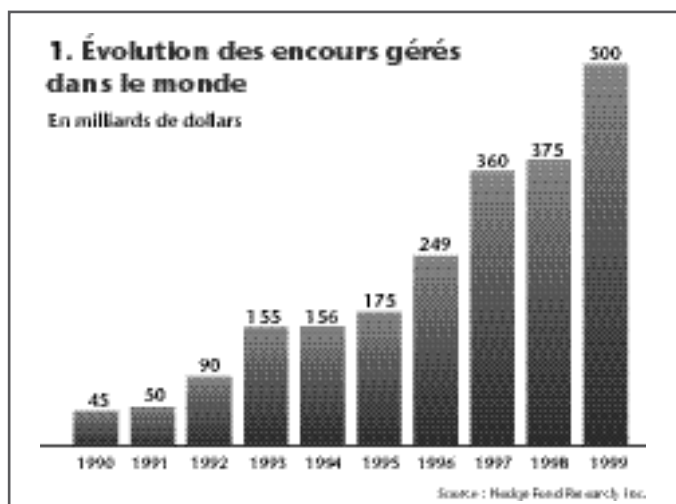
Ce type de gestion connaît depuis l'année dernière les faveurs des investisseurs institutionnels, et est promis à un bel avenir, plus particulièrement en Europe : selon une étude de Morgan Stanley menée en mai 2000, la gestion alternative représentait dans le monde plus de 5 000 fonds, totalisant près de 500 milliards de dollars. Les prévisions ta-

blent sur un encours total de 1 700 milliards de dollars en 2008. L'Europe connaît quant à elle un véritable essor de ces techniques depuis le début des années 1990, avec un encours estimé, à fin 2000, de plus de 20 milliards de dollars, à comparer aux 2,6 milliards de 1994. Signe de la vitalité de la demande des investisseurs européens, plus de 100 fonds alternatifs ont été lancés en 1999 sur le Vieux Continent (encadré 1).

Aux yeux des investisseurs, la gestion alternative apparaît ainsi comme un produit idéal de diversification de leurs portefeuilles. En effet la gestion alternative se définit comme une gestion décorrélée des tendances des marchés traditionnels d'actions et de taux. Elle a pour objectif d'obtenir une performance en terme absolu, à la fois dans des marchés haussiers et baissiers, tout en maximisant le couple rendement/risque.

TIRER PARTIE DES INEFFICIENCES DU MARCHÉ

Afin d'atteindre ces objectifs, la gestion alternative tire partie des inefficiences constatées sur les marchés financiers, ce qui se traduit par un écart de prix sur un même produit financier. Ainsi, dans la gestion classique, les rendements sont directement fonction des cours. En revanche, dans la gestion alternative c'est l'exploitation des différences de prix, à travers l'arbitrage, qui génère ce rendement. Grâce aux mo-



dèles sophistiqués de calcul et d'évaluation des prix du marché, les gérants spécialisés vont pouvoir mettre en place des techniques de gestion alternative (process de gestion alternative). Ces process ont très souvent recours à la possibilité d'être vendeur de titres sur un marché et à l'utilisation de levier de financement (*leverage*).

QUATRE GRANDES TECHNIQUES

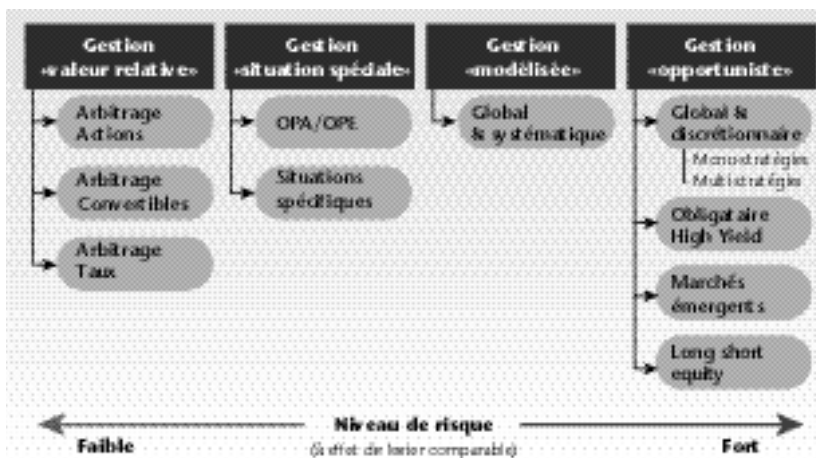
La gestion alternative regroupe quatre familles de process : la gestion dite «en valeur relative», la gestion des valeurs «en situation spéciale», la gestion «modélisée» et enfin la gestion «opportuniste» (encadré 2).

- La gestion en «valeur relative» exploite l'inefficience de marché due aux écarts de prix entre un cours actuel et un cours théorique (calculé par des modèles d'évaluation sophistiqués), après s'être couvert sur les risques de change, de taux, et d'évolution des marchés sous-jacents. Outre l'arbitrage sur les actions et les taux, ce type d'arbitrage est très répandu sur le marché des obligations convertibles.

L'obligation convertible est un actif asymétrique qui concilie une participation à la performance de l'action, et qui garantit le capital en cas de forte baisse. La méthode d'arbitrage consiste à décomposer cette convertible en deux parties : l'évaluation de l'obligation, d'une part, et l'évaluation d'un *call* sur action, d'autre part. Le modèle extrait le prix de l'option et indique si celle-ci est sur ou sous-évaluée. A tout instant sont connues la couverture en action, la couverture en taux, la couverture change. La stratégie d'arbitrage impose d'être acheteur de la convertible et vendeur de l'action sous-jacente. Le gérant surveille alors la volatilité implicite, incluse dans l'option (gestion en delta neutre), qui sensibilise le portefeuille. Par cette technique, la gestion des positions est ainsi désensibilisée des marchés actions et taux (*market-neutral*).

- La deuxième famille de process employée en gestion alternative intervient sur des titres dits en «situation spéciale». On entend par là des circonstances exceptionnelles comme les OPA ou les OPE, des restructurations ou tout autre

2. Quatre familles techniques



événement susceptible de modifier structurellement un établissement et le titre financier qui lui est rattaché (encadré 3).

Ainsi lorsqu'une OPA ou OPE est annoncée sur le marché, l'arbitrage sur actions intervient sur un titre dans un contexte de situation «spéciale», indépendamment de l'évolution des marchés sous-jacents. Le gérant acheteur de la cible et vendeur de l'acquéreur (OPA) prend des positions largement désensibilisée des mouvements des marchés d'actions et de taux. Ce type d'arbitrage met à profit l'écart constaté entre le dernier cours coté d'une société cible et le prix offert par l'acquéreur potentiel au terme de l'opération. Cet écart s'explique par l'incertitude sur la durée et le déroulement de l'opération, le paiement éventuel de dividendes, mais également par la difficulté rencontrée de vendre à découvert le titre du prédateur (emprunt de titre). Le risque d'échec de l'opération (problèmes juridiques, réglementaires ou politiques, stratégie de défense de la société cible, intervention du «Chevalier Blanc») explique également une partie de cet écart.

«Lorsqu'une OPA ou OPE est annoncée sur le marché, l'arbitrage sur actions intervient, indépendamment de l'évolution des marchés sous-jacents.»

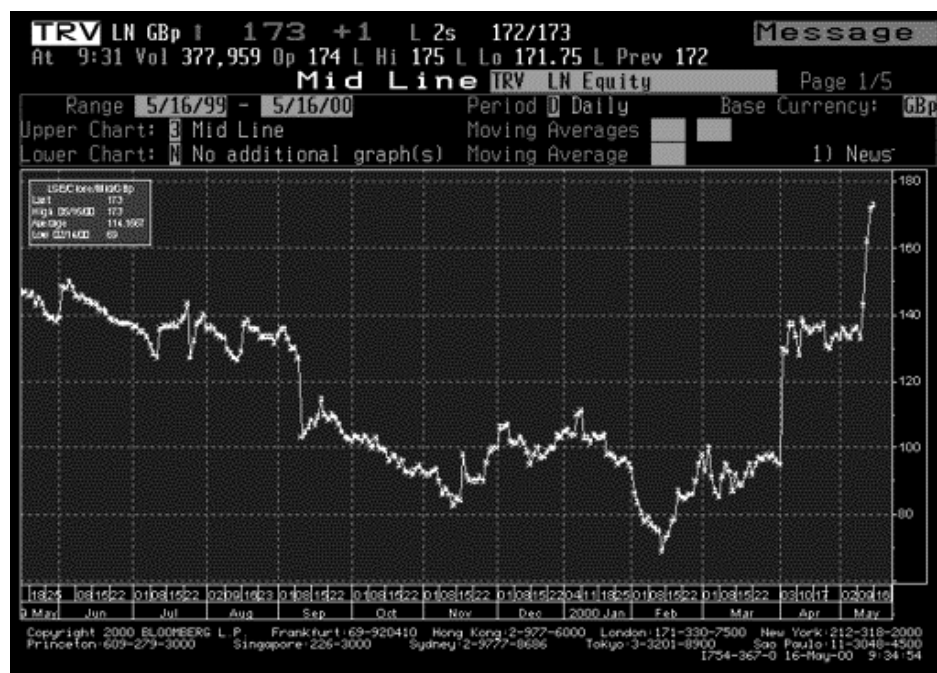
- Troisième type de gestion alternative, la gestion «modélisée» ou *systematic trend-following* exploite les écarts de prix entre un cours actuel et un cours détec...

3. Exemple d'un arbitrage action en situation spéciale

Entre avril et mai 2000, la société allemande C&N a réalisé une OPA sur son concurrent anglais Thomson Travel Group (TTG), C&N souhaitant devenir le numéro un européen du voyage par

l'achat de TTG. Après étude des deux titres en fonction de critères de sélection stricts, et avec le constat qu'il n'y avait pas de problème juridique majeur dans l'opération, les gérants de Dexiam ont pu in-

tervenir dès l'annonce officielle de l'OPA : les positions à l'achat de TTG ont été initialisées le 6 avril 2000 et clôturées le 12 mai 2000, générant un gain de 19 % sur la période.



té (haussier ou baissier), sur un grand nombre de marchés de futures (global), de manière systématique (par le suivi des tendances détectées sur ces marchés au travers de modèles informatiques très évolués). En utilisant, via des positions appropriées, les tendances à court, moyen et long termes, sur un grand nombre de marchés mondiaux, la gestion devient très peu sensible aux fluctuations des marchés financiers traditionnels, avec un objectif annuel de performance absolue.

- La gestion «opportuniste», quant à elle, exploite les écarts de prix entre un cours actuel et un cours anticipé (haussier ou baissier), sur un grand nombre de marchés (global) ou sur des marchés spécifiques, généralement de manière discrétionnaire ou à l'aide de modèles quantitatifs. On retrouve dans cette fa-

mille les gestions discrétionnaires mono ou multi-stratégies, des arbitrages long/short sur les actions, la gestion obligataire high yield...

Ces différents types de gestion alternative génèrent des couples rendement/risque positifs, avec une très faible corrélation aux marchés (encadré 4).

DES CONTRAINTES SPÉCIFIQUES POUR L'INVESTISSEUR

La gestion alternative présente des contraintes spécifiques pour l'investisseur. A partir des process évoqués précédemment, l'asset manager, en tant que producteur de supports d'épargne, applique ces différentes techniques de gestion dans des structures collectives pouvant être de nationalité différente, incluant des contraintes variées. Les FCIMT (Fonds communs d'intervention sur les marchés à terme) permettent ain-

si d'intervenir sur des marchés officiels de futures, mais ne peuvent être commercialisés qu'auprès d'investisseurs qualifiés. Les Sicav Luxembourgeoises de titre II, et les fonds de droit irlandais de type *Qualifying Investor Fund* offrent une latitude de gestion du portefeuille plus grande, mais en gardant des contraintes de commercialisation exclusives vers les investisseurs qualifiés.

DES ARBITRAGES EFFICACES
DEMANDENT UN NOMBRE RESTREINT
D'ACTEURS

Par ailleurs, les fonds alternatifs offrent souvent une liquidité moins grande pour l'investisseur : les meilleures inefficiences se trouvent sur les marchés les moins liquides, les stratégies mises en place ont donc souvent des horizons à long terme. De plus, pour pouvoir être rentables, ces techniques sont mises en place sur des marchés où la profondeur est limitée. Des arbitrages efficaces demandent un nombre restreint d'acteurs, avec les contraintes d'utilisation des produits dérivés. Les capacités d'absorption de ces techniques n'étant pas infinies, les gérants sont amenés à fermer leurs fonds une fois qu'ils ont atteint 150, 250 voire 500 millions de dollars d'encours.

De plus, la gestion alternative exige un contrôle des risques très rigoureux, donc coûteux. De même les systèmes informatiques et les modèles de *pricing*, pour rester d'avant-garde, doivent évoluer rapidement. Ce qui implique une logistique lourde pour la société de gestion, dans un contexte réglementaire contraignant.

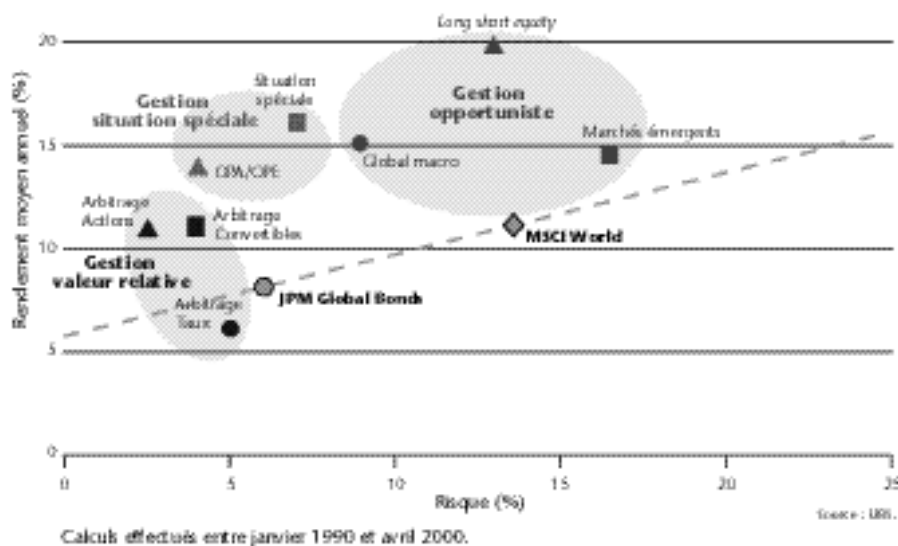
UN TYPE DE GESTION SOUVENT
PERÇU COMME COMPLEXE

En dehors de ces contraintes propres à la mise en œuvre de gestions alternatives, ce type de gestion est souvent perçu comme complexe et opaque aux yeux des investisseurs : l'utilisation des modèles mathématiques élaborés, la technicité des process, la nécessité de garder confidentiels certains arbitrages afin de préserver leur chance de succès... Autant de facteurs qui demandent une approche à la fois pédagogique et très proche du client dans la démarche commerciale de ce type de gestion. De plus, l'utilisation de l'effet de levier de financement et les contraintes

liées aux formes juridiques adoptées écartent du champ des possibles les investisseurs non avertis.

Il est donc naturel que les investisseurs institutionnels se soient tournés les premiers vers la gestion alternative. Ainsi des études récentes conseillent, pour une caisse de retraite, une allocation optimale en placements alternatifs de l'ordre de 10 %, alors qu'elle est actuellement de l'ordre de 1 à 2 %.

4. Des couples rendement/risque positifs, avec une très faible corrélation aux marchés



On constate par ailleurs que 50 % des investisseurs institutionnels utilisent actuellement cette gestion ¹, proportion qui devrait aller en grandissant dans les années à venir.

UNE GESTION ENVISAGEABLE DANS
UNE GESTION PATRIMONIALE ENCADRÉE

Néanmoins, la gestion alternative reste tout à fait envisageable dans le cadre d'une gestion patrimoniale encadrée : par son indépendance vis-à-vis des mouvements des marchés financiers, la gestion alternative aura un profil de performances qui sera sensiblement différent de celui d'actifs standards, comme les obligations et les actions. La gestion alternative vient alors compléter la gestion traditionnelle, en devenant un outil de diversification optimal pour accroître les performances d'un portefeuille global. ■

¹ Selon l'OFGRI, Observatoire français de la gestion des réserves des investisseurs institutionnels.