

STRATÉGIES NEW ALTERNATIVES

LA VICTOIRE DES ACTIFS PHYSIQUES SUR LES ACTIFS FINANCIERS



Jean-Michel Rocchi*

CEO
Nais Asset
Management

Dans la crise financière, les marchés actions et les *hedge funds* traditionnels ont sous performé alors que les stratégies *new alternatives* (qui exploitent de nouvelles zones d'inefficience des marchés) ont mieux résisté ; notamment l'*asset based lending* qui est au final une forme élaborée de prêt sur gage.



Arnaud Christiaens

CIO
Nais Asset
Management

En 2008, face à la crise sévère des marchés actions, si les performances des *hedge funds* traditionnels sont moins mauvaises que celles de la gestion traditionnelle, elles n'en demeurent pas moins très décevantes pour de nombreux investisseurs, la protection du capital n'étant pas au rendez-vous.

À l'inverse, la résilience des stratégies *new alternatives* dont principalement la stratégie *asset based lending* (ABL, encadré 1) a conduit à une forte augmentation de la pondération de celle-ci au sein des portefeuilles des institutionnels. Les fonds exotiques dits "de niche" sur des sous-jacents tels que le vin, le

financement du cinéma, les forêts... ont eux aussi particulièrement bien tiré leur épingle du jeu au cours de la période récente. Ces fonds constituent la deuxième composante des *new alternatives*.

Entendons-nous bien : sur cette classe d'actifs, les performances sont au rendez-vous si les risques sont bien gérés et analysés. L'affaire Petters Group Worldwide – PGW – (décrite ci-après) démontre qu'il est indispensable d'avoir une solide expertise en matière de crédit pour éviter les écueils qui peuvent survenir.

D'UNE FASTE ANNÉE 2007 À UNE CONFIRMATION DE TENDANCE EN 2008

Sur la base de 12 mois glissants entre janvier 2001 et février 2008, l'indice HFN ABL offre des rendements très réguliers et positifs

“En 2008, la plupart des stratégies de *hedge funds* traditionnels ont été perdantes et les investissements ont été réalloués sur des stratégies *new alternatives*.”

par rapport à celui des *hedge funds* traditionnels et a fortiori par rapport aux marchés actions (encadré 2). La conséquence de cette excellente performance historique tant en valeur absolue que relative s'est traduite par une croissance record en 2007 des actifs sous gestion affectés à cette stratégie.

Selon HFN, le montant total des actifs des fonds dédiés à l'ABL a atteint 12,4 milliards de dollars au 4^e trimestre 2007, soit une croissance de 11 % par rapport au trimestre précédent. Le taux de croissance des actifs sous gestion de l'ABL a connu la plus forte progression de toute l'industrie des *hedge funds* toutes stratégies confondues en 2007. Entre le 4^e trimestre 2006 et la fin 2007, les actifs sous gestion ont connu une hausse estimée selon HFN de 160 %.

En 2008, la plupart des stratégies de *hedge funds* traditionnels ont été perdantes (encadré 3) et les investissements ont été réalloués sur des stratégies *new alternatives* (encadré 4), notamment l'ABL et les CTA (commodity trading advisors).

Par construction, les stratégies de CTA ne permettent pas à l'investisseur de comprendre réellement comment est dégagée la performance (modèle de la boîte noire), ce qui constitue la première différence avec l'ABL qui elle possède un *core performance* très clair. La

* Jean-Marc Rocchi est également auteur, avec Arnaud Christiaens, de l'ouvrage "Les Hedge Funds", t. 1. Séfi 2007, t. II. Séfi 2009, ainsi que de l'article "Les *new alternatives*, avenir de la gestion alternative?", Banque Stratégie n° 250, juillet-août 2007.

seconde est l'absence d'actifs physiques dans les CTA représentant la garantie détenue par le fonds. La troisième vient du fort levier des CTA contrairement à l'ABL qui n'en a généralement pas. Enfin, le risque opérationnel doit être apprécié différemment entre ces deux stratégies.

Les fonds d'ABL se caractérisent par une stratégie économiquement justifiée et transparente ainsi que par l'existence d'actifs physiques directement détenus ou par l'intermédiaire de garanties réelles (hypothèques, nantissements...). Cette composante prêt sur gage et détention d'actif physique constitue à la fois la spécificité de cette stratégie et explique sa résilience à la crise.

UN COUPLE RISQUE/ OPPORTUNITÉ ATTRACTIF

Les opportunités offertes par ces stratégies viennent de la grande diversité de métiers non-corrélés aux marchés financiers. De plus, les *new alternatives* peuvent désormais être considérées comme une classe d'actif à part entière et, par voie de conséquence, peuvent être appré-

hendées à l'aune d'une approche de type *core / satellite* (encadré 5). Le *core* doit être constitué par l'ABL : ABL Plain Vanilla, ABL Middle Market Trade Finance... Le *satellite* concerne des niches : *motion picture financing, fine wine funds, life insurance*

Il existe deux types de risques principaux qui peuvent être réduits par des techniques de gestion du risque complémentaires (*strategy picking* et *fund picking*). Le premier est celui lié aux stratégies dangereuses : inutile, en effet, de vouloir démontrer que toutes les stratégies ABL sont attractives et peu risquées. Il convient d'analyser les *business models* qui sont la clé de voûte de ces stratégies pour pouvoir choisir les plus attractives et écarter les plus risquées (*strategy picking*). Viennent ensuite les risques liés à une mauvaise sélection de fonds : à l'instar de la gestion alternative classique, les risques opérationnels comme le risque de fraude existent dans les *new alternatives* (dont l'ABL) et à cet égard il convient d'être rigoureux dans ses *due diligences*. La faillite frauduleuse de PGW (et des entités assimilées Petters Corporation Inc. - PCI) de par son ampleur

1. DÉFINITION

L'asset based lending

■ L'asset based lending est une classe d'actifs qui consiste à faire des prêts en prenant en garantie des actifs réels. Historiquement cette activité était réalisée par les banques commerciales. Depuis une période récente, certains *hedge funds* sont venus les concurrencer.

(3 milliards de dollars, voire plus) et les dommages collatéraux de fonds victimes ayant perdu la quasi-totalité de leurs actifs sous gestion soulignent une fois de plus que l'ABL demeure un métier de spécialistes ayant une expérience approfondie des divers métiers du *corporate lending* (ABL), mais aussi de niches choisies s'agissant des fonds exotiques. Ainsi par exemple, la connaissance du financement du cinéma ou le négoce de vins fins ne s'improvise pas et nécessite une connaissance pointue de ces métiers. PCI prétendait opérer le financement d'importateurs, mais en réalité les transactions étaient fictives et il s'agissait d'une pyramide de Ponzi ou les nouveaux prêteurs servaient à rembourser le capital et les intérêts des précédents prêteurs.

3^{ÈME} DIRECTIVE ANTI-BLANCHIMENT : «APPLICATION ET MISE EN ŒUVRE OPÉRATIONNELLE»

SÉMINAIRE D'ACTUALITÉ

▶▶▶ session Banque Privée

A Paris, le **lundi 11 mai 2009** de **9h à 17h30**

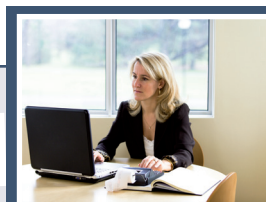
SÉMINAIRE ANIMÉ PAR :

- ▶ **Aude DUFETEL**, Adjoint du Directeur des Affaires Juridiques, BNP Paribas
- ▶ **David HOTTE**, Responsable de la sécurité financière, Banque Fédérale des Banques Populaires

POINTS CLÉS DU PROGRAMME :

1. Ordonnance n° 2009-104 du 30 janvier 2009 relative à la prévention de l'utilisation du système financier aux fins de blanchiment de capitaux et de financement du terrorisme
2. Mise en œuvre opérationnelle de la 3^{ème} Directive Européenne
3. L'approche par les risques : Concept appliqué à la Banque Privée

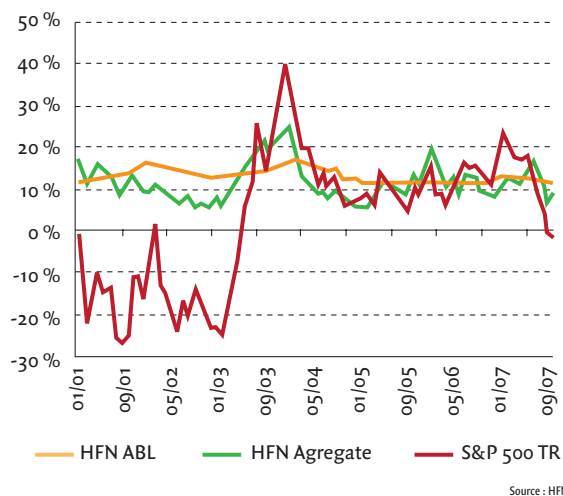
Thibault Delmas - Tél : 01.44.94.14.49 - tdelmas@demos.fr - 20 rue de l'Arcade 75378 Paris Cedex 08 - www.demos.fr



 **demos**

2. DÉCORRÉLATION

Les indices HFN ABL, HFN aggregate et S&P 500 représentent respectivement les marchés new alternatives, des hedge funds traditionnels et des actions.



LES ATTENTES DES CLIENTS ET LES MENACES POSSIBLES

Les clients les plus avisés seront attentifs à une offre exhaustive et à valeur ajoutée : fonds de fonds, plateforme de fonds nourriciers, *single-manager funds*, produits structurés (notamment des CPPI et des notes Delta one) et enfin le conseil.

En revanche, la surperformance et la décorrélation face aux marchés actions ont pour corollaire une capacité restreinte. Les fonds *new alternatives* ont la caractéristique commune d'avoir une capacité limitée. Une fois leur taille optimale atteinte, ces fonds ferment – c'est-à-dire n'acceptent plus de capitaux nouveaux – afin de préserver la performance qu'ils délivrent aux clients. Ce segment, bien qu'en très forte croissance, demeure donc encore très limité par rapport à la taille des marchés actions, mais il a confirmé en pleine crise sa faible volatilité par rapport à toutes les autres classes d'actifs.

L'EXCEPTION DE L'ABL

Dans cette perspective, l'ABL a néanmoins une place un peu particulière : si le marché mondial de l'ABL sous une enveloppe de *hedge*

funds ne représente qu'environ 15 à 20 milliards de dollars en 2008, il convient de ne pas perdre de vue que le seul marché américain de l'ABL bancaire représentait déjà 500 milliards de dollars en 2006. Les perspectives de croissance du segment de l'ABL sous une enveloppe juridique de *hedge funds* sont donc très importantes.

Le marché du prêt traditionnel garanti (le bon vieux prêt sur gage qui est à la base des stratégies ABL) est à l'origine du métier de la banque, mais il a été relativement déserté par les grandes banques commerciales. Ainsi aux États-Unis, à côté de nombreuses banques spécialisées, se retrouvent quelques très grands établissements (Bank of America) et bien sûr GE Capital (filiale spécialisée

de General Electric) souvent considéré comme le *leader* mondial. Les grandes banques européennes, si elles sont présentes sur l'ABL, avaient aussi largement investi le secteur de l'ABS (titrisation) et des financements LBO. Un retour agressif des banques commerciales sur le segment de l'ABL n'est pas si aisé car il passe par une révolution culturelle : abandonner l'univers de l'analyse financière (*cash flow analysis* et ratios de type frais financiers sur EBITDA ou sur EBIT) en faveur d'une analyse de la qualité des actifs donnés en garantie et de leur marché secondaire (*collateral analysis*). Dans le cas de l'ABL, les profils de purs financiers doivent se concilier avec la rigueur de juristes pour que les garanties soient de vraies garanties.

3. BILAN PROVISOIRE DE L'ANNÉE 2008

Stratégies gagnantes et perdantes

Stratégies perdantes en 2008			
Catégories	Octobre 2008	Septembre 2008	Depuis janvier 2008
Credit Suisse/Tremont Hedge Fund Index	-6,30 %	-6,55 %	-15,55 %
Convertible arbitrage	-12,59 %	-12,26 %	-29,59 %
Dedicated short bias	+9,66 %	-6,08 %	+13,38 %
Emerging markets	-13,63 %	-8,93 %	-29,24 %
Equity market neutral	-1,83 %	-1,41 %	-0,19 %
Event driven	-5,09 %	-5,75 %	-13,92 %
• Distressed	-5,66 %	-5,18 %	-14,11 %
• Multi-strategy	-4,77 %	-6,17 %	-13,97 %
• Risk arbitrage	-3,06 %	-3,49 %	-4,77 %
Fixed income arbitrage	-14,04 %	-6,80 %	-23,99 %
Global macro	-5,13 %	-6,63 %	-7,10 %
Long/Short equity	-7,13 %	-7,81 %	-19,46 %
Managed futures	+4,96 %	-0,57 %	+11,99 %
Multi-strategy	-6,94 %	-7,35 %	-18,68 %
Stratégies gagnantes en 2008			
Strategy	Novembre	Depuis le 1 ^{er} janvier	
HFN Asset Based Lending Average	0,82 %	5,97 %	

Source: Credit Suisse/Tremont Index, novembre 2008.

THERE'S NO FREE LUNCH

Le phénomène de rente dans un monde merveilleux de l'investissement sans risque n'existe pas. La crise Russe d'août 1998 qui avait rappelé que les risques souverains constituaient des risques à gérer, ou l'adage saugrenu du *too big to fail* à l'aune des affaires Continental Illinois (1984) ou Lehman Brothers l'ont rappelé tout récemment. Le métier de l'*asset management* repose sur le couple risque et rendement, non sur une performance non ajustée de la volatilité et des autres risques.

Alors que la gestion alternative "classique" (la majorité des *hedg* funds) voit sa capacité à protéger le capital s'étioler, les *new alternatives* sont au contraire en train d'émerger comme une "classe d'actif" à part entière, en témoignant de la robustesse de leur *business model* en période de crise. Sur le segment de l'ABL déserté par les banques commerciales aux profils de crédit plus sophistiqués (crédit structuré et titrisation), les *new alternatives* tirent très bien partie des excellentes opportunités existantes.

Plus largement, le succès des fonds ABL (métier de banque commerciale) doit aussi s'apprécier à la lumière de la revanche de la banque commerciale sur la banque d'affaires. Les traditionnels prêts sur gage s'avérant beaucoup plus sécurisés que la plupart des crédits structurés et des opérations de titrisation.

Enfin l'excellente transparence offerte par les *new alternatives* doit aussi s'apprécier par rapport aux défaillances croissantes du modèle de la "boîte noire". En effet, dans ce dernier cas, l'investisseur fait un chèque en blanc au *manager* du fonds. Est-ce bien raisonnable? L'affaire Bernard L. Madoff Investment Securities LLC montre qu'il s'agit d'un pari très risqué puisqu'il va coûter 50 milliards de dollars aux investisseurs. ■

4. INVESTISSEMENTS

Forte réallocation en faveur de l'ABL et des CTAs en 2008

Stratégies (marques d'intérêt en hausse)			
Stratégie	1 ^{er} trimestre (moyenne)	2 ^e trimestre (moyenne)	Pourcentage d'évolution
Asset Backed Lending	4,9 %	6,3 %	+ 28,8%
Options Strategies	2 %	2,5 %	+ 28,1%
Fixed Income	6,9 %	8,8 %	+ 27,5%
Convertible Arbitrage	2,9 %	3,1 %	+ 5,3%
Global Macro	5,6 %	5,8 %	+ 4,4%
CTA / Managed Futures	8,3 %	8,5 %	+ 3,2%
Stratégies (marques d'intérêt en baisse)			
Stratégie	1 ^{er} trimestre (moyenne)	2 ^e trimestre (moyenne)	Pourcentage d'évolution
Long/Short	12,6 %	9,9 %	- 21,5 %
Market Neutral	5,5 %	4,4 %	- 20,3 %
Multi-Strategy	10 %	8,1 %	- 19,1 %
Emerging Markets	6,7 %	5,5 %	- 18,9 %
Distressed	7,6 %	6,3 %	- 17,6 %
Event Driven	7,3 %	7,1 %	- 2,9 %

Source: Brighton House, Quaterly Research Report, Q2, 2008.

5. LES NEW ALTERNATIVES

Une approche de type core / satellite

Satellite			
Benchmark : indice obligataire		Financement du cinéma	Assurance vie
EXOTIC NEW ALTERNATIVES		Fonds sur les vins fins	PIPEs et reg D
30 % - 40 % du portefeuille			
6-9 positions dans les fonds de niches.			
Taille indicative des positions : < 5 %			
Core			
Benchmark : indice ABL		Prêt hypothécaires aux entreprises	Financement du commerce intern.
ASSET-BASED LENDING PUR		Prêt hypothécaires aux particuliers	ABL Multi-strategie
60 % - 70 % du portefeuille		ABL classique	ABL A destination des PME
11-14 positions dans des niches diversifiées		Bridge lending	ABL Multi-strategie
taille indicative des positions : < 15 %			

Source : NAIS Asset Management, 2008