

STRUCTURÉS

Maximisation des chances

La volatilité des marchés actions va rester importante en raison des fortes incertitudes macro-économiques. Une gestion active de reverse convertibles apparaît des plus judicieuses dans ce contexte.



DR. MARC-ANDRÉ PÉPIN
CEO & Partner, Real Value Management SA
mp@rv-m.ch

Les produits structurés bénéficient d'une réputation mitigée voire négative de la part de maints investisseurs. Ces produits sont souvent perçus comme étant opaques, peu liquides, complexes voire simplement incompréhensibles. La réalité est que l'univers des produits structurés est très hétérogène et comprend autant des produits relativement simples, transparents et liquides que l'inverse. Une analyse et une compréhension détaillée de chacun de ces investissements est dès lors essentielle.

LA GRANDE majorité des investisseurs en produits structurés prennent de plus majoritairement une optique de buy & hold, c'est-à-dire qu'un investissement, une fois effectué, est maintenu jusqu'à maturité du produit. Une approche de gestion passive de ce type comporte des risques potentiels importants. Tout d'abord, ces produits sont majoritairement émis par des institutions financières. Donc une modification de la cote de crédit de l'émetteur, une modification de la perception du risque de l'émetteur ou un défaut de ce dernier peut fortement péjorer la performance de l'investissement tant sur le marché secondaire qu'à maturité du produit.

UN AUTRE RISQUE important des produits structurés est lié aux actifs sous-jacents associés à ces produits. Par exemple, un produit de type «barrière reverse convertible» ayant une exposition sur trois actions aura une valeur de remboursement directement ou indirectement lié à la performance de ces actions. Donc si le cours d'une de ces actions chute durant la vie du produit, la valeur de ce dernier, tant sur le marché secondaire qu'à maturité, peut être fortement péjoré.

Une gestion active de ces produits est donc essentielle pour identifier les risques sous-jacents relatifs à ce type d'investissements ainsi que pour en minimiser leurs effets qui peuvent être potentiellement néfastes. Cette approche de gestion permet donc de maximiser les chances d'atteinte des objectifs de l'investisseur. De plus, une diversification adéquate de ce type de produits permet de réduire la volatilité de l'ensemble des investissements ainsi que l'impact d'un éventuel rendement négatif sur un investissement spécifique.

IL EST PRIMORDIAL, dans ce type de gestion, d'investir de façon prudente et de gérer les risques activement, la préservation du capital étant essentielle. Une analyse détaillée publiée le 6 janvier 2011 par l'agence Bloomberg démontre clairement que le rendement moyen des produits de type barrière reverse convertible ont eu un rendement moyen de -1% en 2010. Ces produits étaient majoritairement détenus par des investisseurs ayant une approche de type buy & hold, une approche en somme assez risquée.

Une analyse détaillée des investissements ainsi qu'une gestion active des risques encourus ont en revanche permis à certains fonds d'investissements se concentrant exclusivement sur ce type de gestion d'actifs d'engendrer des performances largement positives, soit de plus de 6% à près de 10% en 2010 ou sur des périodes prolongées.

LA GESTION active des produits structurés est depuis lors prise par une gamme croissante d'investisseurs institutionnels ou autres qui désirent obtenir des rendements positifs relativement stables avec une volatilité moindre que celle offerte par un investissement dans un ou quelques produits structurés.

Ainsi, une nouvelle ère associée aux produits structurés est enfin née. Cette ère de gestion active offre une diversification cohérente et adéquate qui permet une optimisation du couple rendement/risque. Ces atouts sont recherchés par un éventail de plus en plus large d'investisseurs et ce dans une période où des rendements appréciables sont particulièrement difficiles à obtenir. ■

A la recherche du talent dans les fonds alternatifs

Le rendement des plus grands fonds de l'industrie alternative n'est plus aussi attractif. Faut-il comprendre que la performance a disparu dans l'univers des hedge funds?



MICHAEL U. GERBER, PHD
Responsable de la recherche Fundana, Genève

Si la performance d'un grand nombre de hedge funds demeure forte, les indices montrent que la performance moyenne de l'industrie est devenue moins exceptionnelle depuis quelques années. Évidemment, le contexte boursier et les taux d'intérêt bas sont moins favorables que durant les années nonante, mais on constate tout de même que l'augmentation du nombre de hedge funds et de leur masse sous gestion ont pénalisé leur rendement.

Il est intéressant de comparer la structure des plus grands gérants dans les années nonante avec leur façon d'opérer aujourd'hui. Les hedge funds, peu importe leur taille, étaient à l'époque dirigés par un seul gérant, ou éventuellement un binôme, qui s'entourait d'une équipe d'analystes pour les conseiller. Cette façon d'opérer est certainement de plus efficace et met en valeur le talent du gérant.

AUJOURD'HUI, avec l'arrivée massive de capitaux dans la gestion alternative, ces fonds sont devenus de véritables mastodontes, avec des actifs approchant bientôt 100 milliards sous gestion pour les plus grands comme Bridgewater.

LE PORTEFEUILLE D'UN GÉRANT COMMENCE À POSER DES PROBLÈMES DE LIQUIDITÉ AU-DELÀ DE 5 MILLIARDS.

Face au défi de la taille, certains fonds, comme Paulson ou Harbinger, ont continué à opérer comme un «one-man show» malgré une augmentation substantielle de leurs actifs sous gestion. Ce choix induit une réduction de l'univers d'investissement et par conséquent une baisse du rendement potentiel. D'autre part, le portefeuille d'un gérant, au-delà de 5 milliards, commence à poser des problèmes de liquidité. Durant la crise de 2008 plusieurs gérants «brillants» étaient devenus tellement grands qu'ils se sont retrouvés dans l'incapacité de créer suffisamment de liquidités pour faire face aux demandes de remboursement de leurs investisseurs.

LA SOLUTION mono-portfeuille est donc a priori doublement pénalisante puisqu'elle réduit le gain potentiel tout en augmentant parfois significativement le risque sous-jacent du fonds. L'arrivée massive d'actifs sous gestion a également permis le développement d'une structure à l'opposé du «one-man show» avec l'émergence des fonds «multi-gérants» comme SAC Capital par exemple. Dans ce cas le patron va allouer du capital à ses meilleurs éléments et leur confiera un portefeuille à gérer ou la responsabilité d'un secteur bien défini. Le fondateur du hedge fund prend alors un rôle hybride, entre gérant et allouateur de risque. Cette gestion du risque endosse un rôle clé et influence fortement la gestion du

hedge fund. En effet, le patron va souvent imposer des contraintes de gestion, limitant ainsi la flexibilité de ses gérants au niveau de leurs expositions nettes et de leur tolérance à subir des pertes. Ces restrictions, ajoutées à une certaine dilution de qualité due à la délégation des portefeuilles, induisent une diminution théorique de la performance. Le hedge fund compense généralement ce manque à gagner en ajoutant du levier sur la structure. Malheureusement ce type d'organisation multi-portfeuille crée une forme d'opacité, rendant ainsi le suivi quotidien des fonds plus ardu pour les investisseurs.

Comme précédemment, cette variante multi-portfeuille présente une solution doublement pénalisante au niveau du profil risque et du rendement potentiel.

SUITE à ces quelques observations, on peut évidemment se poser la question des raisons qui poussent les investisseurs à continuer d'allouer leurs actifs vers ces mastodontes et ainsi soit accepter des performances moindres, soit prendre des risques plus importants pour un même rendement. La réponse est vraisemblablement à chercher du côté des investisseurs. Ceux-ci n'ont en réalité pas d'autres alternatives, puisque la taille de leurs investissements les empêche de travailler avec des hedge funds dont la masse sous gestion est inférieure au milliard. Par ailleurs, l'effet de consolidation post-crise 2008 n'a fait qu'empirer la situation.

UN INVESTISSEUR dans l'alternatif sans ces contraintes liées à la taille a le luxe de choisir des fonds opérant avec une masse sous gestion raisonnable, garantissant ainsi suffisamment de flexibilité au gérant pour adapter son portefeuille à tout type d'environnement. Sa taille est alors un atout de choix en période de correction boursière, car il peut profiter des dislocations de marché quand les mastodontes doivent eux se concentrer sur la gestion du risque.

Le véhicule d'investissement alternatif idéal serait donc celui qui réunit un gérant expérimenté, une infrastructure de qualité institutionnelle, une masse d'actifs sous gestion raisonnable et une volonté toujours présente de délivrer de la performance.

DES HEDGE FUNDS réunissant ces critères idéaux existent toujours au sein de l'industrie. En effet, on observe depuis quelques années que certains des meilleurs gérants travaillant dans des très grandes structures et ayant pris une part active, voire prépondérante, à la performance de celles-ci, décident de sauter le pas et créent leur propre fonds.

Régulièrement, leurs anciens patrons ou des fonds d'investissement spécialisés les aideront à démarrer en leur confiant un montant conséquent d'actifs sous gestion pour quelques années en échange d'une partie des revenus de la société. Ce montant initial permet au gérant de mettre en place une infrastructure de qualité institutionnelle dès la création du fonds. Ces gérants sont animés d'un fort esprit entrepreneurial et souhaitent donc être reconnu pour leurs talents et leurs performances, en même temps qu'ils espèrent récolter pleinement les fruits de leurs succès.

CETTE MIGRATION de talents procure aujourd'hui de nombreuses opportunités pour les fonds de hedge funds qui ne désire pas créer un produit de masse. Une fois la vérification faite que ces nouveaux managers ont su s'entourer d'une équipe performante, l'investisseur bénéficiera généralement des plus belles années de ces gérants en termes de performance. ■