

DEFINITION DES ACTIFS ALTERNATIFS

GESTION ALTERNATIVE

- **Actifs traditionnels**
 - Actions
 - Obligations (convertible, zéro coupons, *inflation linked*, coupon variable, *high yield*, perpétuelle etc)
 - Marché monétaire

- **Produits dérivés**
 - Options
 - Futures
 - Forwards
 - Swaps

- **Produits structurés** (combinaison de dérivés & de traditionnels)

UN CLASSIFICATION DES ALTERNATIFS PAR EXCLUSION

- Sont définis comme actifs alternatifs tout ce qui n'appartient pas aux catégories précitées
- C'est la **définition par exclusion**
- Hedge Funds
- Private Equity
- Immobilier
- Matières premières
- Structurés de crédit
- Actifs réels
- ILS – *insurance linked strategies*

- Qu'est-ce qui distingue
 - Un hedge fund qui investit uniquement en actions suisses vs un fonds traditionnel qui investit uniquement en actions suisses ?
 - Un investissement dans la chaîne d'hôtel Marriott (société publique) vs la chaîne d'hôtel Hilton (privée) ?
- Les actifs sous-jacents sont globalement les mêmes mais les sources de risques et de performances diffèrent
- ➔ La définition des alternatifs par exclusion n'est pas suffisante
- ➔ Classification par inclusion

Selon le critère de l'inclusion, les alternatifs se distinguent à travers l'une ou l'autre des caractéristiques que l'on ne retrouve pas dans les actifs traditionnels :

- **Des styles d'investissements différents :**
 - Stratégies & tactiques de trading distinctes
 - Rôle du manager dans la mise en application de la stratégie
 - Exemple: possibilité de jouer le marché short
 - Exemple: utilisation de levier
- **Des structures de titres non traditionnelles:**
 - Existence de structures non traditionnelles de détention des actifs
 - Exemple: structure en tranche des CDO's
 - Exemple: structure de type *limited partnerships* dans le Private Equity

Selon le critère de l'inclusion, les alternatifs se distinguent à travers l'une ou l'autre de caractéristiques que l'on ne retrouve pas dans les actifs traditionnels :

- **Systèmes de compensations alternatifs:**
 - Systèmes de compensations / frais non traditionnels
 - Exemple : le performance fee que l'on ne retrouve pas dans les fonds traditionnels
- **Structures institutionnelles**
 - Investissements sur des pans de marchés spécifiques
 - Exemple : investissements illiquides (immobilier)
 - Exemple : titres non cotés (private equity)

- Dans la pratique il n'existe pas de consensus pour la classification des actifs alternatifs:
 - Pour certains, l'achat d'une action de société immobilière est considérée comme un investissement en actions
 - Pour d'autres, il s'agit d'un investissement en immobilier
- Dans la pratique les stratégies alternatives et les stratégies traditionnelles traitent souvent les mêmes actifs ou types d'actifs sous-jacents mais de manière différente
 - Hedge funds long/short
 - Fonds de private equity, etc

- En finalité, l'alternatif est plus une manière d'investir qu'une classe d'actifs à part entière
- Les aspects distinctifs entre les deux types de gestion se retrouvent dans
 - Des sources de risques différentes (illiquidité, inefficience, transparence etc.)
 - Des sources de performances différentes et souvent décorréelées des marchés traditionnels (restructuration opérationnelle en PE; prime d'assurance dans les futurs sur matières premières etc.)

Et in fine

- Des profils risques rendements très spécifiques et différents de la gestion traditionnelle

CLASSES D'ACTIFS ALTERNATIFS

GESTION ALTERNATIVE

Fonds qui se déploient principalement sur des marchés traditionnels avec des différences de style de gestion / trading

- Utilisation de **levier**
 - Possibilité de vendre **short**
 - Investissements sur des secteurs moins liquides / efficients
 - Utilisation de dérivés pour la spéculation pas seulement la couverture des risques
 - Portefeuilles plus concentrés
-
- Les stratégies peuvent être **discrétionnaires** ou **systématiques**

Des stratégies très diverses

■ **Relative value**

- Stratégies de convergences
- Arbitrage sur des petits différentiels de prix
- Souvent focalisées sur des marchés secondaires
- Utilisation importante de levier
- Exposition marché faible ou nulle

■ **Sous-stratégies**

- Fixed income arbitrage
- Market neutral
- Convertible arbitrage
- MBS arbitrage

Des stratégies très diverses

■ Event driven

- Stratégies qui se déploient sur des événements spécifiques (fusions, réorganisations, faillites, etc.)
- Stratégies plus concentrées et moins liquides
- Utilisation de levier modeste
- Exposition de marché faible (*merger*) à moyenne (*activists*)

■ Sous-stratégies

- Merger ou Risk arbitrage
- Distressed securities
- Activists
- Event driven multistrats

Des stratégies très diverses

- **Directional / tactical**
 - Stratégies de trading traditionnel
 - Peuvent être long ou short sur des positions individuelles
 - Gardent un biais global constamment long ou short
 - Se concentrent généralement sur des secteurs ou des marchés spécifiques
- **Sous-stratégies**
 - Equity long / short ou equity hedge
 - Short sellers
 - 130 / 30
 - Emerging markets

Des stratégies très diverses

- **Opportunistic**
 - Stratégies de trading traditionnel
 - Peuvent être long ou short sur des positions individuelles
 - Gardent un biais global qui peut être variable
 - Mandat d'investissement qui peut être très large
 - Peu de levier et stratégies très liquides

- **Sous-stratégies**
 - Global macro
 - Managed futures / CTA

- **Investissement dans des sociétés non cotées**
 - Investissements peu liquides voir illiquides
 - Investissements dans des structures de type fermées (LP's)
 - Aspect opérationnel important
 - Grandes spécificités des stratégies
 - Méthode du *commitment*
 - Très important risque de timing & liquidité

- Les stratégies se distinguent par
 - L'investissement en dette vs fonds propres
 - Le type de société ciblée pour l'investissement
 - L'intensité de l'aspect opérationnel du gérant

- Sous-stratégies
 - **Buyout (LBO)**
 - Investissements dans des sociétés matures
 - Stratégie turnaround
 - Important financement par la dette (60-85%)
 - **Venture Capital (VC)**
 - Investissement dans les *startups*
 - Stratégie croissance
 - Restriction à un certain nombre d'industries
 - Stratégie du « home run »
 - Diversification par stade de financement: *seed, early, mid, late*

- Sous-stratégies
 - **Mezzanine**
 - Investissements dans des sociétés quasi matures
 - Types d'investissements hybrides dette-capital
 - Investissements négociés de gré à gré → peu liquides
 - **Distressed debt (« special situations »)**
 - Investissement dans la dette de sociétés en difficultés
 - Se distingue de la stratégie HF du moment par
 - L'implication opérationnelle
 - L'objectif final de l'investissement (« wolf in sheep's clothes »)

- Sous-stratégies
 - **Growth capital**
 - Investissements dans des sociétés quasi matures
 - Types d'investissements –capital pur
 - **Secondaries**
 - Rachat de partnerships existants
 - Gross décôte sur la NAV
 - Accès plus rapide au cash flow

- L'investissement en immobilier est caractérisé principalement par
 - La faible liquidité
 - L'aspect régional de l'investissement
 - La grande taille des transactions
 - L'inefficience des marchés (estimations « *appraisals* »)
 - L'aspect indivisible des investissements
 - L'importance du financement par la dette et l'aspect fiscal

- Les types d'investissements peuvent se distinguer par plusieurs aspects
 - Dette vs fonds propres
 - Investissement direct vs indirect
 - Type de bâtiment (commercial, industriel, résidentiel, collectif, etc.)
 - Stade de développement (*core, core plus, value added, opportunistic*)

- Stratégies très liquides car investissement principalement par les futures
- Grande diversité de méthodes et véhicules d'investissements
 - Direct vs indirect
 - *Upstream vs downstream*
- Se distingue des actifs financiers par
 - L'importance de l'offre, demande et stocks
 - La méthode d'évaluation (pas de cash flows)
 - Fixation du prix basée sur les conditions présentes, pas par l'anticipation des prix futures

- 4 grandes catégories
 - Métaux précieux
 - Métaux industriels
 - Produits agricoles / soft commodities
 - Produits énergétiques

Avec

- Des particularités bien distinctes (inflation hedge, importance du cycle, etc.)
 - Des corrélations moins que parfaites
-
- Des aspects très particuliers
 - Des indices très disparates dans leur composition
 - Un rendement LT spot de zéro, mais positif à travers les futures
 - Pas de régionalisation des marchés (*law of one price* – pas de possibilité de diversification)
 - Une anomalie de marché – stratégies qui battent le marché de manière systématique

- Faible corrélation avec les stratégies traditionnelles
- Corrélation avec la démographie et la croissance économique
- Stratégies principalement basées sur les revenus

- **Timber**
 - Investissement dans les forêts
 - Corrélation avec la construction
 - Stratégie flexible « *cut or grow* »

- **Farmlands**
 - Investissement dans les terres agricoles
 - Partie revenus (production alimentaire) et gain en capital sous forme d'option (déclassement de terrain)
 - La stratégie avec la croissance la plus importante actuellement
 - *Farmland as a real option*

■ Propriété intellectuelle

- La notion du « *unbundled IP* »
 - Divers stades de développement comme pour le VC
 - Aspects aléatoires de la performance très importants
 - Types d'investissements
 - Brevets
 - Production intellectuelle et artistique

■ Infrastructure

- Investissements de type *private equity*
- Revenus stables et récurrents, parfois garantis
- Stratégie croissance démographique
- Partenariats privés – publics
- Grande différence de performance suivant le stade (*greenfield* vs *brownfield*)
- Types d'investissements:
 - Infrastructure économique (transport, communication, utilities, énergies renouvelables)
 - Infrastructures sociales (justice, éducation, santé)

■ Collections

- Marchés peu efficaces et peu liquides
- Une performance très aléatoire en raison des risques encourus et peu d'historiques de succès
- Existence de la prime émotionnelle
- Types d'investissements
 - Art
 - Timbres
 - Vins
 - Véhicules de collections
 - Monnaies...

- Investissement dans le domaine de l'assurance (en prenant le rôle de l'assureur) ou de la réassurance (en prenant le rôle du réassureur)
 - Assurance: *sidecar vehicles* principalement dans le domaine de l'assurance vie
 - *CAT Bonds*: réassurance
- Pas de corrélation avec les marchés financiers
- Par contre:
 - Risque de contrepartie
 - Illiquidité
 - Faible transparence

- Produits qui permettent de transférer le risque de crédit d'un investisseur à l'autre à travers des structururations complexes
- Type de structurés de crédit
 - *Credit default swaps (CDS)*
 - *Total return swaps (TRS)*
 - *Credit options*
 - *Collateralized debt obligations (CDO's)*
 - *Credit Linked Notes (CLN)*

INVESTISSEMENTS ALTERNATIFS THEORIE ET PRATIQUE FINANCIERE

GESTION ALTERNATIVE

LES STATISTIQUES CLASSIQUES TYPE LOI NORMALE FONCTIONNENT MAL

Rappel: la Loi Normale est d'autant plus précise que

- ✓ Le nombre de données est important
- ✓ Les phénomènes étudiés ont des caractéristiques de symétrie de rendement
- ✓ Les rendements sont indépendants entre eux

Dans les alternatifs:

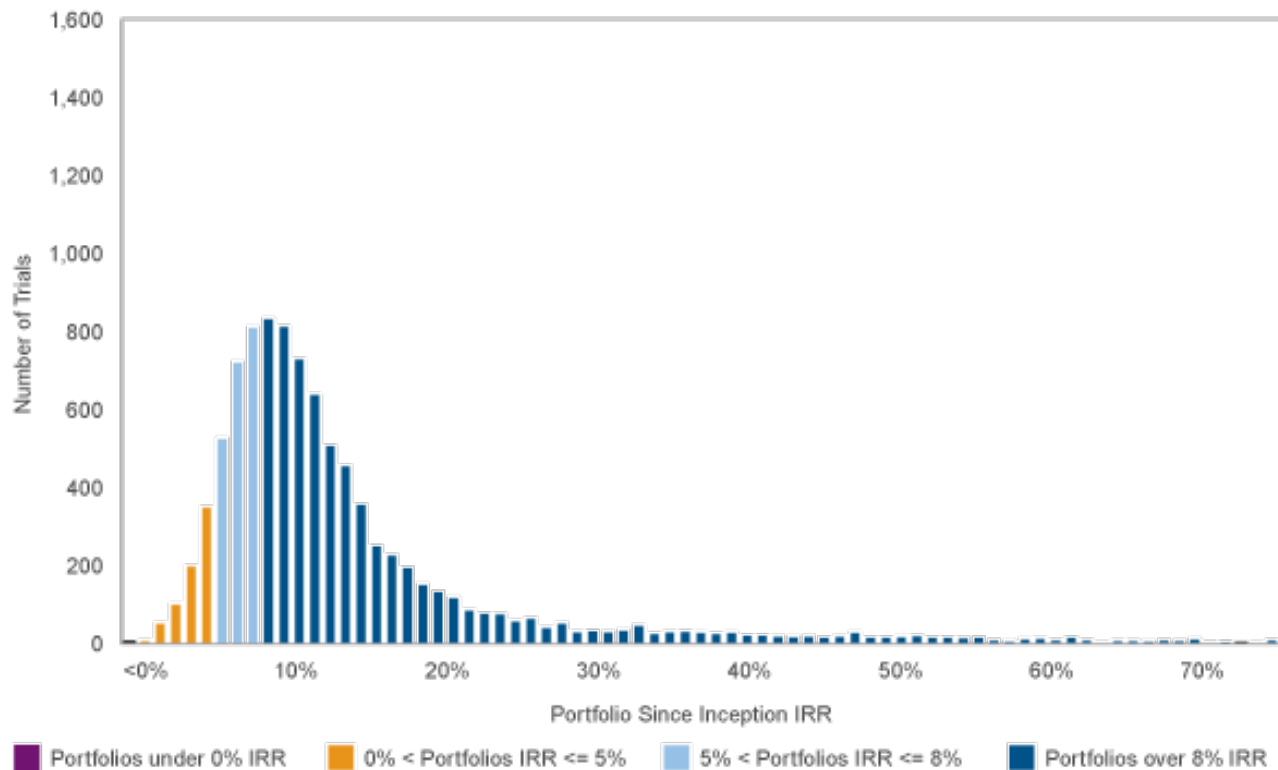
- ✓ Stratégies / véhicules jeunes → peu de données historique
- ✓ Stratégies avec du *skew* important (p ex distressed, VC, etc.)
- ✓ Stratégies longues et stratégies de *momentum* → autocorrélation entre les rendements (p. ex. distressed, commo, merger arb)

PRINCIPE NR 1

LES STATISTIQUES CLASSIQUES TYPE LOI NORMALE FONCTIONNENT MAL

Rendements asymétriques

N = 1 Fund Per Vintage Year



LES STATISTIQUES CLASSIQUES TYPE LOI NORMALE FONCTIONNENT MAL

Conséquences:

- ✓ Les prévisions statistiques sont peu utiles
- ✓ L'analyse qualitative dans la sélection des fonds et stratégies est plus importante (et plus difficile) que l'analyse quantitative
- ✓ Etablir des scénarios sur le futur (la performance de la stratégie est-elle durable ?) doit s'effectuer sur des éléments présents et futurs et pas sur le passé
- ✓ Les stratégies systématiques sont moins performantes que dans la gestion traditionnelle (sauf en commo et en L/S)
- ✓ Rester critique par rapport aux prévisions de performance ainsi qu'aux stratégies systématiques

IL EST DIFFICILE VOIR FUTILE DE COMPARER LA PERFORMANCE DES ALTERNATIFS ET DES AUTRES CLASSES D'ACTIFS

- ✓ La performances des marchés traditionnels est de type TWR tandis que celle des alternatifs est souvent de type MWR
- ✓ Les actifs alternatifs utilisent souvent du levier (difficile à calculer) ce qui biaise la performance
- ✓ L'investissement initial n'est pas toujours évident à calculer (futures, equity neutral, etc.)
- ✓ Les frais ne sont pas similaires
- ✓ Les périodes de calcul sont différentes (p ex: actions: daily vs hedge funds: monthly)

L'ALLOCATION D'ACTIFS STRATEGIQUE NE FONCTIONNE PAS

- ✓ Rappel: l'allocation d'actifs stratégique est fondée sur l'optimisation moyenne-variance-corrélation
- ✓ Il est difficile de trouver des données suffisamment nombreuses en particulier sur les corrélations et les variances
- ✓ Il est difficile de trouver des données fiables, en particulier sur les corrélations et les variances à cause du phénomène du «*price smoothing*»
- ✓ Les corrélations comme les variances ont tendance à être plus fortes que ce qui est publié
- ✓ Conséquence: le choix de l'allocation entre les différentes stratégies ou véhicules doit se faire selon d'autres méthodes (*core-satellite*; *naive*; *bottom up* etc)

LA GESTION PASSIVE NE FONCTIONNE PAS

Les indices alternatifs posent différents problèmes

- ✓ Classification selon le style
- ✓ Comparabilité des données
- ✓ Représentativité des données
- ✓ Estimation de prix ➔ « stale prices »
- ✓ Biais
 - Self selection
 - Survivorship etc

LA GESTION ACTIVE NE FONCTIONNE PAS

Les indices alternatifs posent différents problèmes

- ✓ Fonds fermés → impossibilité de répliquer l'indice
- ✓ Comment pondérer l'indice si les actifs sous gestion ne sont pas connus ?

En conséquence:

- ✓ L'appréciation de la performance d'un fond se fait dans une mesure absolue (libor + 3%; 6%) ou en comparaison avec sa cohorte (*peer benchmark* – méthodes des quartiles)
- ✓ Attention: il y a plus de 25% des fonds qui se disent du premier quartile !

CARACTERISTIQUE DES ALTERNATIFS

GESTION ALTERNATIVE

- ✓ Possibilité de vente short
- ✓ Utilisation de levier
- ✓ Utilisation de produits dérivés
- ✓ Recherche de la performance absolue
- ✓ Elimination du risque « inintéressant »
- ✓ Pas d'effet « *dead weight* »

- ✓ Faible corrélation avec les marchés traditionnels
- ✓ Illiquidité
- ✓ Inefficiences
- ✓ Prédominance des risques spécifiques
- ✓ Partie alpha très importante

- ✓ *Management Fees*
- ✓ *Performance Fees*
- ✓ *High Water Mark*
- ✓ *Hurdle Rate / preferred return: soft vs hard*
- ✓ *Clawback*
- ✓ *Catch up*

- ✓ Fréquence de vente & notice de vente
- ✓ *Gates – investor level vs fund level*
- ✓ *Lockup – hard & soft*
- ✓ *Side pockets*

CARACTÉRISTIQUES : LIQUIDITÉ INTERNE VS EXTERNE

Quelques principes de base:

- ✓ Liquidité interne et externe doivent être synchronisées
- ✓ Le coût de la liquidité est partagé par tous les investisseurs → l'importance de choisir ses investisseurs
- ✓ Lors d'une crise de marché, le manque de liquidité se retrouve dans toutes les classes d'actifs → la diversification ne fonctionne pas
- ✓ Il y a toujours un coût lorsque la liquidité affichée est supérieure à celle des instruments sous-jacents

- ✓ Véhicule privés → devoir d'information moindre
- ✓ Restrictions de marketing
- ✓ Incitations à garder ses stratégies secrètes
- ✓ Différences dans l'évaluation de positions
- ✓ Recours à l'autoclassification

- ✓ Hétérogénéité des stratégies
- ✓ Importance du manager
- ✓ Faible liquidité
- ✓ Différence marquée de qualité entre les fonds
- ✓ AI: la sélection du manager prime sur la sélection de la stratégie
- ✓ Persistance de la performance (pas toujours)