

Hedge Funds



Les hedge funds, un facteur de performance même dans des conditions de marché difficiles

Les gestionnaires de hedge funds poursuivent un objectif dit de «rendement absolu», impliquant une gestion de portefeuille qui s'écarte de l'approche traditionnelle liée à un indice de référence. Dans cette édition du Focus, nous chercherons à montrer la différence entre ces deux approches. L'une des principales particularités du rendement absolu est la plus grande flexibilité dont dispose le gestionnaire pour réagir aux conditions du marché qui évoluent constamment. Cette flexibilité accrue se traduit avant tout par une gestion active du risque qui permet au gestionnaire de s'acquitter de la mission qui lui a été confiée, celle d'éviter les pertes.

Les gestionnaires de placements traditionnels poursuivent un objectif de rendement relatif par rapport à un indice de marché qui leur sert de référence. Le but est de battre l'indice de référence, c'est-à-dire de réaliser un rendement supérieur sans toutefois prendre de risques supplémentaires. S'il en résulte un surplus de rendement, on parle d'une surperformance: l'indice de marché a été dépassé et l'objectif, de ce fait, atteint.

L'approche du rendement absolu n'est liée à aucun indice de marché, tel que par exemple l'indice SPI. L'objectif n'est donc pas de battre un indice de marché, mais de dégager un rendement absolu positif, indépendamment du SPI ou de tout autre indice. Ce principe est appliqué dans le cas des hedge funds, dont les gestionnaires, souvent des spécialistes, recherchent des opportunités de placement dans leur domaine de spécialisation. En présence d'une multitude d'opportunités de placement, le gestionnaire accepte des fonds étrangers (effet de levier) afin d'augmenter le rendement ou de se protéger (hedge) contre certains risques, tels par exemple les risques de marché ou de crédit. S'il ne trouve aucune opportunité de placement, il n'investit pas.

«La première règle de l'investisseur est de ne pas perdre. La seconde règle de l'investisseur est de ne pas oublier la première règle. Ce sont là les seules règles qui existent.»

Warren Buffett

Illustration des différentes approches à la lumière d'un exemple

Supposons que le SPI chute de 32 % sur un an. Un gestionnaire traditionnel dont l'indice de référence est le SPI et qui obtient un rendement de moins 30 % sera satisfait. Une surperformance de 200 points de base par an après déduction des commissions est considérée comme un bon résultat dans le secteur. En revanche, un gestionnaire de hedge funds qui perd 30 % des fonds dont il a la charge appartient au passé. Après une perte de valeur de 30 %, nombre de ses bailleurs de fonds (investisseurs) retireront le reste de leurs valeurs patrimoniales. Ces derniers lui ont, en effet, confié leurs actifs en partant du principe qu'il trouverait des opportunités de placement dans son domaine de spécialisation et les mettrait à profit financièrement. La pire situation pour un gestionnaire de hedge funds se produit donc lorsque les opportunités de placement sont égales à zéro. Dans ce cas, l'investisseur attend du gestionnaire qu'il s'abstienne d'investir afin de ne pas perdre d'argent. L'échec dans une approche de rendement absolu équivaut à la destruction de patrimoine. Tel n'est pas le cas du rendement relatif.

Une perception de risque différente conduit à une approche de la gestion du risque différente

Dans le cas du rendement relatif, l'indice de marché importe non seulement pour l'objectif de rendement, mais également pour le budget associé au risque. Or, la différence entre la façon dont le risque est défini par les gestionnaires traditionnels et les gestionnaires de hedge funds ne saurait être plus grande. Le gestionnaire traditionnel qui poursuit une approche relative définit le risque en tant que «risque actif», tandis que le gestionnaire de hedge funds le définit en tant que «risque total». Le risque actif signifie s'écarter de l'indice de référence, ce qui implique l'éventualité de manquer l'objectif. Un gestionnaire traditionnel dont l'indice de référence est le SPI considérera la vente d'actions pour l'acquisition de placements monétaires sans risque comme un accroissement du risque. La probabilité de battre l'indice de référence diminue, en effet, puisque le portefeuille est désormais sous-investi en actions. Par contre, un gestionnaire de hedge funds, qui détient des actions et les vend afin d'investir les fonds dans un placement à taux d'intérêt sans risque, définira la transaction comme une réduction du risque. La même transaction (vente de positions longues en actions) est donc jugée de façon diamétralement opposée par les deux approches.

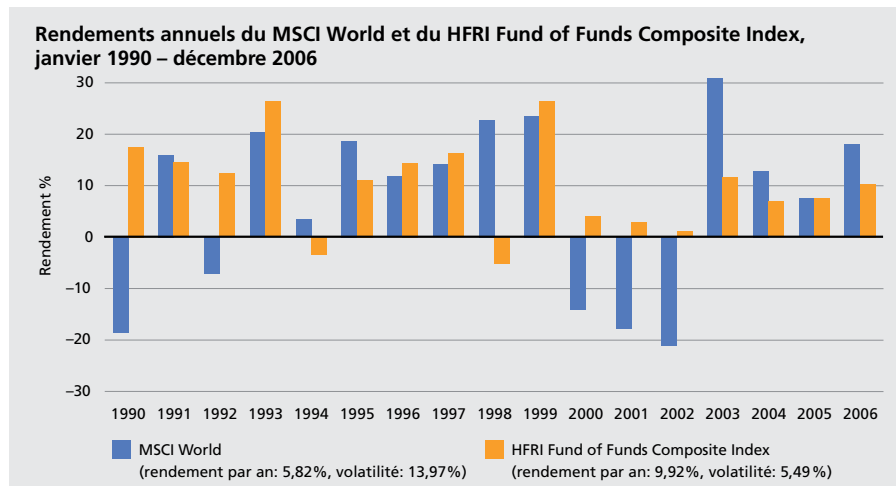
L'approche du rendement absolu tente de corriger les faiblesses du rendement relatif

De nombreux investisseurs et gestionnaires de hedge funds pensent que le principe du rendement relatif a fait son temps. La principale raison de sélectionner un indice de référence est de pouvoir mesurer la performance d'un gestionnaire après un, deux ou trois ans et de l'amener à rendre des comptes, chose impossible en l'absence de critère de mesure. Or, la description présentée ci-dessus illustre clairement le désavantage du rendement relatif: le gestionnaire traditionnel dispose, en effet, d'une moins grande flexibilité pour contrôler les risques dans un environnement de marché difficile ou qui évolue rapidement. L'approche relative exige du gestionnaire traditionnel qu'il réplique à la baisse l'indice afin de maîtriser le risque actif. Par ailleurs, il ne peut orienter son risque en fonction des opportunités de placement dans son domaine prédéfini. Le principe du rendement absolu cherche à corriger les faiblesses du rendement relatif et à harmoniser les intérêts des investisseurs avec ceux du gestionnaire. C'est pourquoi dans le monde de la gestion de fortune, on parle souvent d'un «changement de paradigme». On entend par là que l'approche des hedge funds est en fait celle d'une gestion active pure, tandis que les placements axés sur un indice de référence correspondent essentiellement à une gestion passive.

Il est souvent question d'alpha et de bêta dans le cas des hedge funds et l'intérêt que leur manifestent actuellement les investisseurs institutionnels tient précisément à la tendance qui consiste à séparer l'alpha du bêta. Dans le cadre de la gestion d'actifs, l'«alpha» désigne la surperformance d'un gestionnaire par rapport à un indice de référence. Dans le cas ci-dessus, l'alpha serait équivalent aux 200 points de base mentionnés. Le «bêta» correspond à un facteur de risque de marché que l'investisseur peut acquérir à moindre frais par le biais d'instruments passifs. Dans la gestion institutionnelle d'actifs, la «répartition entre l'alpha et le bêta» signifie que l'investisseur institutionnel est prêt à tolérer une structure de frais plus élevée ainsi qu'une liquidité et une transparence légèrement moindres dans le cas des produits alpha que dans celui des produits bêta. En contrepartie, il attend un rendement net qui est le plus souvent positif et qui affiche une faible corrélation avec les placements traditionnels.

Alexander Ineichen, CFA CAIA, FRM
Managing Director
Alternative Investment Solutions
UBS Global Asset Management

Les hedge funds ont-ils fait leur preuve ?



Source: Alternative and Quantitative Investments, Bloomberg, Hedge Fund Research Inc.
 Les données de performance historiques ne constituent aucune garantie de rendements futurs.

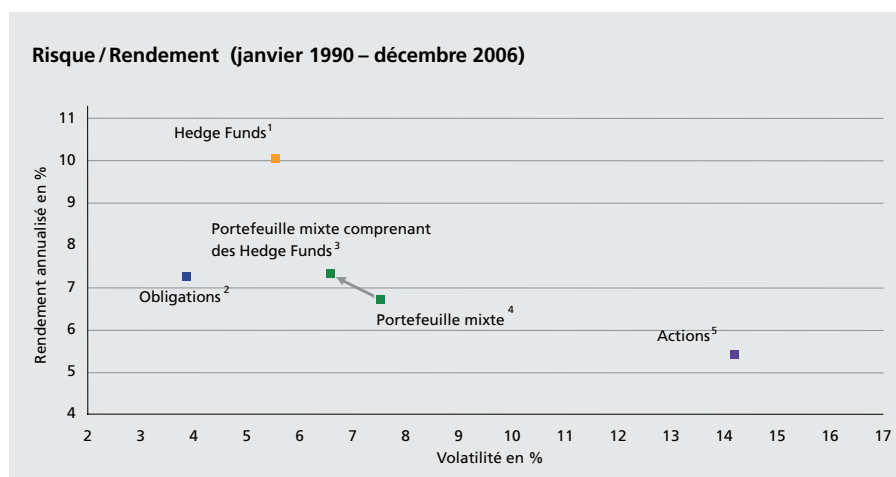
Comme l'illustre ce graphique, l'«approche du rendement positif absolu» conduit le gestionnaire de hedge funds (HFRI Fund of Funds Composite Index) à une répartition asymétrique des rendements, c'est-à-dire qu'il intervient dans un environnement de marché positif et qu'il minimise/réduit les pertes dans un contexte négatif.

Dans cet exemple, nous comparons les rendements annuels des marchés des actions mondiaux (MSCI World) avec ceux du HFRI Fund of Funds Composite Index. La période choisie de 1990 à 2006 est particulièrement pertinente, parce qu'elle couvre plusieurs cycles économiques, phases des marchés financiers et crises géopolitiques.

Cette répartition asymétrique est obtenue notamment en évitant des pertes importantes grâce à une gestion active du risque total et à la flexibilité du gestionnaire de hedge funds. Il en résulte un rendement annuel moyen du HFRI Fund of Funds Composite Index de 9,92 % et une volatilité de 5,49 %. Le MSCI World, en revanche, affiche un rendement annuel moyen de 5,82 % et une volatilité de 13,97 %.

Exemple concret

Prenons le cas d'un portefeuille équilibré composé de 50 % d'actions et de 50 % d'obligations: la vente de 10 % d'actions et de 10 % d'obligations pour y incorporer 20 % de hedge funds s'est traduite par une amélioration sensible du rapport risque/rendement – ou en d'autres termes, par un portefeuille plus efficace.



¹ HFRI Fund of Funds Composite Index

² Citigroup Broad Investment Grade Index

³ 40% Citigroup Broad Investment Grade Index, 40% MSCI \$ World Index, 20% HFRI Fund of Funds Composite Index

⁴ 50% Citigroup Broad Investment Grade Index, 50% MSCI \$ World Index

⁵ MSCI \$ World Index

Source: Alternative and Quantitative Investments, HFRI, Citigroup, Bloomberg
 Les données de performance historiques ne constituent aucune garantie de rendements futurs.

Cadre réglementaire pour les institutions de prévoyance

L'institution de prévoyance est tenue de veiller à ce qu'un investissement en hedge funds soit compatible avec sa situation financière et corresponde à sa capacité à assumer les risques. Elle doit s'assurer qu'un tel investissement soit conforme aux éventuelles directives et dispositions légales et réglementaires relatives aux placements qui s'appliquent (notamment l'art. 59, dans l'esprit de l'art. 50 OPP2).

Produits de hedge funds UBS

UBS Global Asset Management propose une gamme complète de hedge funds qui répondent aux besoins spécifiques de la clientèle institutionnelle. Nous vous présentons à la page suivante une sélection de produits de base et leurs stratégies, objectifs et styles de placement.

René Steiner

Managing Director, Product Specialist
 Alternative and Quantitative Investments
 UBS Global Asset Management

Hedge funds UBS – Produits de base

Conservateur

UBS Neutral Alpha Strategies Limited	Rendement annualisé ¹	Volatilité annualisée ¹	Perte maximale ²
Stratégie: Fonds à gestionnaires multiples mondial largement diversifié, stratégie de neutralité relative au marché	6,11% p.a. ³	2,06% ³	- 0,98% ³
Objectifs du fonds: <ul style="list-style-type: none"> • Obtention de rendements absolus consistants à moyen et à long terme • Maintien de volatilités faibles • Maintien d'une corrélation faible à modérée avec les placements traditionnels 			
Investit dans: Relative Value, Event Driven, Equity Hedged et Trading (accent sur les stratégies de neutralité relative au marché)			

Modéré

UBS Global Alpha Strategies Limited	Rendement annualisé ¹	Volatilité annualisée ¹	Perte maximale ²
Stratégie: Fonds à gestionnaires multiples mondial largement diversifié, stratégie de neutralité relative au marché, admet au certain bêta	7,98% p.a. ⁴	3,35% ⁴	- 2,69% ⁴
Objectifs du fonds: <ul style="list-style-type: none"> • Accroissement du capital à long terme • Maintien de volatilités faibles à modérées • Maintien d'une corrélation faible à modérée avec les placements traditionnels 			
Investit dans: Relative Value, Event Driven, Equity Hedged et Trading (accent sur les stratégies Equity Hedged)			

Offensif

UBS Alpha Select Fund Limited ⁵	Rendement annualisé ¹	Volatilité annualisée ¹	Perte maximale ²
Stratégie: Fonds à gestionnaires multiples mondial largement diversifié, admet un bêta positif et négatif sur une base procyclique	11,74% p.a. ⁶	5,00% ⁶	- 4,23% ⁶
Objectifs du fonds: <ul style="list-style-type: none"> • Rendement absolu et accroissement du capital à long terme • Maintien de volatilités modérées • Maintien d'une corrélation modérée avec les catégories de placement traditionnelles; dans les marchés haussiers, l'objectif est d'accroître la corrélation 			
Investit dans: Relative Value, Event Driven, Equity Hedged et Trading Managers (accent sur les stratégies Trading)			

¹ Les chiffres indiqués sont ceux des fonds en USD au 31.3.07, bien qu'ils soient également disponibles en EUR et CHF.

² Perte maximale (maximum drawdown): Variation maximale à la baisse constatée sur la période considérée.

³ depuis le 1.12.00, ⁴ depuis le 1.3.01, ⁵ depuis le 31.3.05, ⁶ jan. 2000 jusqu'à avr. 2005 base de calcul de rendement historique hypothétique, dès avril 2005 sur base de UBS Alpha Select Fund.

Les données de performance historiques ne constituent aucune garantie de rendements futurs.

L'éditeur du présent document est la société de droit suisse UBS SA. La diffusion de ce rapport n'est autorisée qu'aux conditions stipulées dans le droit applicable. Le document a été établi indépendamment d'objectifs d'investissement spécifiques, d'une situation financière particulière ou des besoins spéciaux d'un destinataire particulier. Son objectif est purement informatif et il ne constitue pas une invitation à la présentation d'une offre, à la conclusion d'un contrat, à l'achat ou à la vente de titres ou d'instruments financiers apparentés quels qu'ils soient. Il se peut que les produits ou titres décrits dans le présent document soient inadaptés ou interdits à la vente

dans diverses juridictions ou pour certains groupes d'investisseurs.

Les informations collectées et les avis émis dans le présent document reposent sur des données dignes de confiance issues de sources fiables, mais ne prétendent ni à l'exactitude ni à l'exhaustivité des indications relatives aux titres, marchés et évolutions dont il est question. Les performances (simulées ou réelles) passées des divers investissements n'offrent aucune garantie quant aux évolutions futures. Les informations ou opinions peuvent changer à tout moment, sans notification préalable. UBS SA ainsi

Informations complémentaires

Pour toute question ou convenir d'un entretien-conseil, vous pouvez contacter à tout moment votre conseiller en placement ou votre interlocuteur régional.

Votre interlocuteur dans votre région

Berne, Haut-Valais, Soleure

Rolf Burkhardt, tél. 031-336 23 93, rolf.burkhardt@ubs.com

Zurich, Saint-Gall, Tessin, Appenzell, Glaris, Grisons, Schaffhouse, Thurgovie

Helmut Fleischmann, tél. 044-237 45 75, helmut.fleischmann@ubs.com

Bâle-Campagne, Bâle-Ville

Thomas Gloor, tél. 061-289 34 60, thomas.gloor@ubs.com

Lucerne, Argovie, Nidwald, Obwald, Schwyz, Uri, Zoug

Herbert Jurt, tél. 041-208 23 66, herbert.jurt@ubs.com

Genève, Vaud, Neuchâtel, Valais romand, Fribourg, Jura

Philippe Troesch, tél. 022-375 74 24, philippe.troesch@ubs.com

Diverses publications à l'attention de la clientèle institutionnelle peuvent être commandées auprès de sh-ia@ubs.com

Vous trouverez de plus amples informations à l'adresse

www.ubs.com/clientele-institutionnelle

que les autres membres du Groupe UBS sont autorisés à prendre des positions d'achat et de vente sur les titres et les autres instruments financiers mentionnés dans le document.

Toute reproduction, distribution ou réédition du présent document, quel qu'en soit l'objectif, est interdite sans l'autorisation expresse d'UBS SA.

©UBS 2007. Tous droits réservés.