



## Enquête

### GESTION D'ACTIFS

# Misez sur la décorrélation avec la gestion alternative!

Peu connues, les stratégies de gestion alternative traditionnellement associées aux *hedge funds* constituent une source de diversification pertinente compte tenu de leur faible corrélation avec les tactiques traditionnelles. Compte tenu de leur complexité, elles exigent des savoir-faire qui, seuls, permettent de dépasser l'image d'Épinal du fonds spéculatif et de faire les bons choix aux bons moments.

Thierry Bisaga

**D**ans un mémoire présenté en 2017 à l'Université catholique de Louvain et consacré aux performances de long terme des *hedge funds*, Isabelle Vonèche rappelle que la première stratégie de *hedge fund* fut proposée par Alfred Winslow Jones en 1949. Le terme de *hedge fund* n'est quant à lui apparu qu'en 1966 dans un article de Carol J. Loomis publié dans la revue Fortune. Cet article était d'ailleurs consacré aux fonds gérés par Alfred W. Jones dont la stratégie principale consistait à investir dans des actions tout en couvrant ses positions grâce à des ventes à découvert de titres.



**A la Financière de l'Echiquier, Avy Amiel, gérant privé, a répertorié les stratégies alternatives en cinq catégories**

Les stratégies alternatives de type *hedge funds* ont ensuite bénéficié d'un intérêt croissant de la part des investisseurs internationaux. Confortées par l'informatisation, le développement des marchés

d'options et l'automatisation des processus de gestion, elles se sont progressivement imposées dans les portefeuilles de gestion privée au cours des années 80. Dans le cadre de sa certification intitulée Introduction à la gestion alternative, l'Institut supérieur de formation bancaire de Genève, l'ISFB, rappelle que « bien que certaines stratégies alternatives soient plus anciennes que leurs homologues traditionnelles, celles-ci restent encore mal connues. Pourtant, les actifs alternatifs sont devenus incontournables dans les portefeuilles, composant par exemple jusqu'à 25 % de certains mandats discrectionnaires ». Il est vrai qu'en Europe, la place financière genevoise a été l'un des principaux creusets du développement des stratégies alternatives. Ainsi, le groupe Unigestion, qui gère actuellement 1,4 Md\$ en gestion alter-

native, a commencé à investir dans les *hedge funds* pour son propre compte dès 1986, et gère les actifs de ses clients par le biais de fonds de *hedge funds* depuis le milieu des années 1990.

Dans la longue phase de marchés haussiers qui a caractérisé les dix dernières années, les stratégies de gestion alternative n'ont pas suscité beaucoup d'intérêt auprès des investisseurs internationaux. Ceux-ci trouvaient leur compte de rendement et d'apparente diversification dans les stratégies long only, en oubliant trop vite le phénomène de recorrélation des actifs qui s'est opéré pendant la crise de 2008.

#### Les actifs et stratégies possibles

Aujourd'hui, la gestion alternative regroupe l'ensemble des stratégies considérées comme non-conventionnelles,



## Performances annualisées des fonds de performance absolue euro multi classe d'actifs

ISIN	Nom	Societe	Perf.3ans	Volat.3ans
LU0532510483	Lumyna Funds York Asian Event-Driven UCITS Fund EUR C Acc	Lumyna Investments Limited	10,12%	8,82%
LU0754593605	Quaero Capital Funds (Lux) World Opportunities D - USD	Fundpartner Solutions (Europe) SA	9,81%	19,04%
IE00BRJT7498	Man Funds VI PLC Man AHL TargetRisk D USD	Man Asset Management (Ireland) Limited	9,54%	10,30%
IE00B90LS909	BNY Mellon Global Funds, plc Global Real Return Fund (USD) W	BNY Mellon Fund Management Luxembourg SA	8,90%	8,60%
LU1387748723	Robeco All Strategies Funds Robeco Multi Asset Growth E	Robeco Luxembourg S.A.	8,89%	14,01%
LU1869434651	Alma Platinum Quantica Managed Futures RIC-E	Alma Capital Investment Management	8,84%	12,43%
IE00BF4RQB44	Algebris UCITS Funds Plc Algebris Core Italy Fund R EUR	Algebris Investments (Uk) LLP	7,68%	17,91%
IE00B8YWCK14	BNY Mellon Global Funds, plc Global Real Return Fund (GBP) W	BNY Mellon Fund Management Luxembourg SA	7,12%	11,89%
LU0428380397	Man Umbrella SICAV Man AHL Trend Alternative DNY USD Acc	Waystone Management Company (Lux) SA	6,73%	18,77%
IE00BDDWGC76	Neuberger Berman Investment Funds Plc Neuberger Berman U.S. Equity Index Putwrite Fund A Acc	Neuberger Berman Europe Ltd	6,71%	13,26%

Source : Quantalys, données au 28/02/2021 - performances annualisées

ainsi que celles investies dans des actifs autres que les actions et les obligations. Dans cette définition large, on retrouve donc les investissements dans les actifs réels tels que les infrastructures, les matières premières, l'immobilier, ou le private equity, mais aussi dans les *hedge funds* et dans tout autre actif considéré comme « exotique », comme par exemple les devises ou la volatilité.

Si les actifs alternatifs disposent d'atouts indéniables, ils présentent également quelques inconvénients comme le rappelle le groupe Unigestion, « les actifs réels, souvent illiquides, tels que l'immobilier et les infrastructures, peuvent produire des flux de revenu attrayants, qui sont faiblement corrélés aux actifs classiques, mais les longues périodes de blocage peuvent être synonymes de déconvenues alors que les taux d'intérêt augmentent ». De leur côté, les matières premières et les devises présentent l'avantage d'offrir diversité et liquidité. Pour Russell Investments, les matières premières couvrent une large gamme d'actifs réels allant des soft commodities (c'est-à-dire les

matières premières agricoles, avec par exemple le bétail, le blé, le café, le maïs et le soja) aux métaux (tels que le cuivre, l'aluminium, le nickel, l'or), en passant par les énergies telles que le pétrole ou encore



**« Nous nous appuyons sur 30 années d'expérience en gestion alternative pour mettre en œuvre nos stratégies »**

Riccardo Stucchi  
Russell Investments

le gaz. « Notre gestion mondiale sur ces segments de marché nous permet d'accéder à la dynamique de croissance des marchés développés et émergents », explique Riccardo Stucchi, Country Manager - France chez Russell Investments pour qui les dynamiques différenciées observables sur ces actifs en font effectivement une source de diversification pertinente pour les investisseurs.

Parallèlement aux actifs alternatifs, les stratégies alternatives constituent une autre source importante de décorrélation et de diversification. De longue date, elles se nourrissent de l'ingéniosité des équipes de gestion d'actifs, des innovations techniques et des véhicules d'investissement -souvent des produits dérivés - disponibles. A la Financière de l'Echiquier, Avy Amiel, gérant privé, a répertorié les stratégies alternatives les plus connues et les a classées en cinq catégories (lire en encadré).

Une fois ces grandes catégories identifiées, chaque gérant détermine son propre univers d'investissement et apporte les nuances qu'il juge nécessaires. »



» Il peut ensuite élaborer différentes combinaisons qui vont dépendre de ses choix tactiques. C'est précisément cette complexité qui fait la richesse de la classe d'actifs, mais c'est aussi ce qui la rend si difficile à l'appréhender pour les néophytes. Pour investir sereinement, il est impératif de bien connaître les stratégies et les gestions mises en œuvre. Ainsi, les sociétés de gestion qui proposent une allocation en gestion alternative doivent avoir les moyens de leurs ambitions. « Nous nous appuyons sur 30 années d'expérience en gestion alternative pour mettre en œuvre nos stratégies. Nous analysons les principaux gérants de la planète et travaillons à identifier ceux qui correspondent le mieux aux objectifs de chaque fonds. Ensuite, nous les associons et utilisons des méthodologies d'implémentation dynamique pour gérer les expositions cibles de manière efficiente. Seule une telle approche permet d'offrir une gestion flexible et opportuniste sur cette classe d'actifs », nous explique Riccardo Stucchi.

### Décorrélérer et diversifier

On l'a vu, le recours à la gestion alternative répond à une quête de diversification et de décorrélacion vis-à-vis des classes d'actifs traditionnelles. Utile dans les phases de marché baissiers, la diver-

sification permet de mieux maîtriser le risque global d'un portefeuille. La Banque Transatlantique s'est penchée sur la pertinence de la gestion alternative dans les dernières crises et particulièrement lors des deux crises boursières majeures que furent l'éclatement de la bulle Internet et la crise de 2008. Ainsi, dans une note parue l'an dernier, Jean-Patrick Mousset, allocataire d'actifs, présente les stratégies alternatives qui ont été les plus résilientes. Parmi elles figurent les stratégies CTA, equity market neutre et catbonds. Il explique dans cette note que la stratégie CTA consiste à s'exposer à la hausse ou à la baisse sur un actif par le biais des contrats à terme, en suivant la tendance en cours sur cet actif. La stratégie equity market neutre consiste, quant à elle, à acheter et vendre des actions, de préférence d'un même secteur, en maintenant ainsi une exposition neutre au marché. Enfin, les catbonds, ou obligations « catastrophe », visent à assurer les risques associés aux catastrophes naturelles liées, par exemple, à des ouragans, des tremblements de terre ou encore des tsunamis.

Fred Ingham, head of international hedge fund Investments chez Neuberger Berman et gérant du fonds NB Uncorrelated Strategies Fund, s'est également penché sur les performances des diffé-

rentes stratégies dans les périodes de crise pour alimenter un projet spécifique. Trois ans plus tôt, la société de gestion a en effet lancé une stratégie d'investissement alternatif liquide dont l'objectif est de créer un profil de rendement décorrélé des marchés actions et obligataires à moyen terme. « Pour construire ce portefeuille, nous confie-t-il, il nous fallait inclure en connaissance de cause certaines stratégies qui ont démontré leur capacité à bien performer pendant les périodes de perturbation des marchés. Et dans l'ensemble, la crise sanitaire a permis de tester ce principe et les stratégies décorrélées ont réalisé des performances conformes à nos attentes ».



**« Avec la crise sanitaire les stratégies décorrélées ont réalisé des performances conformes à nos attentes »**

**Fred Ingham**  
Neuberger Berman

### 5 catégories de stratégies

La catégorie qui est sans doute la plus connue des investisseurs est le long / short actions qui consiste à prendre des positions acheteuses sur des actions considérées comme sous-évaluées et les combiner avec des positions vendeuses sur d'autres actions estimées surévaluées.

Suivent les stratégies global macro qui prennent des positions en se fondant sur des anticipations macroéconomiques, par exemple sur la croissance du PIB, sur les taux d'intérêt ou encore sur les taux de change.

Les stratégies d'arbitrage constituent également une catégorie majeure : elles consistent à exploiter des écarts de cours entre divers marchés, tant à l'achat qu'à la vente de tous types de produits financiers, par exemple les taux d'intérêt, les obligations convertibles ou encore les devises.

Les stratégies event driven, quant à elles, ont pour objectif de tirer parti d'événements exceptionnels dans la vie des entreprises, tels que des OPA et des fusions-acquisitions, qui provoquent des écarts de valorisation.

Enfin, il y a les fonds systématiques. « Ceux-ci ont pour objectif de prendre des positions haussières ou baissières sur un grand nombre de classes d'actifs à partir de signaux d'achats et de ventes générés par des modèles mathématiques très élaborés », précise Avy Amiel.

Le gérant a ainsi observé que les stratégies d'arbitrage court terme et d'arbitrage de volatilité en valeur relative ont eu tendance à se montrer les plus performantes. « Mais, rappelle-t-il, cela ne signifie pas que l'on puisse construire un portefeuille décorrélé uniquement à partir de stratégies de trading court terme et d'arbitrage de volatilité. Lorsque la volatilité du marché se situe dans une fourchette normale, des stratégies equity market neutral ou d'arbitrage statistique peuvent avoir de meilleures chances de générer des profils de rendement stables et décorrélés ». Il souligne par ailleurs que chaque marché baissier est différent. « Lorsque les chocs et les crises amplifient les conditions récentes plutôt que de les »



## « La discipline de gestion des équipes qui sont à la manœuvre est essentielle »

Nos questions à Sébastien Grasset, directeur général adjoint, associé d'Auris Gestion



### Comment structurez-vous portefeuilles ?

Nos allocations d'actifs combinent quatre briques complémentaires : une première, directionnelle, composée d'OPCVM, d'ETF et de titres vifs, une deuxième, avec des structurés sur actions ; une troisième, dédiée aux structurés de crédit, principalement sur l'indice iTraxx Main (Investment Grade) et une dernière consacrée aux approches alternatives.

### Quelles sont vos approches alternatives ?

Nous y appliquons une méthodologie propriétaire de sélection de fonds alternatifs dite « approche 3D », un acronyme pour diversification, décorrélation et désintermédiation, avec trois grandes familles de stratégies correspondant à ces caractéristiques.

### Comment vous y prenez-vous ?

Les premières stratégies tirent parti des inefficiences de marchés. Il s'agit, par exemple, des stratégies d'arbitrage de volatilité, d'arbitrage de crédit ou encore de stratégies global macro. Les deuxièmes concernent le financement d'actifs réels ou d'activités liées à l'économie réelle, généralement à liquidité trimestrielle ou annuelle. Il s'agit, par exemple, de fonds de short term commodity trade finance, avec environ 80 lignes de prêts qui permettent de financer des opérations à durée courte de transport ou de stockage de matières premières non périssables avec un niveau de sûretés important. Avec les troisièmes nous menons des stratégies « atypiques » telles que les stratégies de litigation finance qui consistent à financer des procès par le biais de fonds régulés. Le fonds dans lequel nous investissons est géré par une équipe londonienne spécialisée sur ce créneau.

### Ce type d'investissement n'est-il pas un peu aléatoire ?

Cette équipe s'appuie sur un cabinet d'avocats new-yorkais dont le taux de succès est supérieur à 96 %. Les affaires retenues sont, pour la plupart, des procès retentissants comme ceux qui ont été engagés contre des acteurs bien connus de la biochimie ou encore de l'industrie pharmaceutique (par exemple Bayer avec le settlement sur l'affaire du glyphosate). Ce type de placement exige un lock-up, c'est-à-dire un blocage des capitaux, de plusieurs années – 4 ans en l'espèce – afin de laisser le temps aux différentes affaires de trouver une issue. Le profil de rendement asymétrique de ces investissements implique que même si 20 % à peine des affaires devaient être gagnées l'investisseur retrouverait normalement ses capitaux avec un retour sur investissement confortable. Sur la stratégie que nous avons retenue, nous anticipons un rendement de 15 % par an.

### Vous mettez en œuvre aussi des stratégies de life settlement. Expliquez-nous cela ?

Oui, cette stratégie consiste à acheter des polices d'assurance décès aux Etats-Unis soigneusement sélectionnées et ayant dépassé la période de contestabilité. Cette monétisation de polices d'assurance à un prix supérieur au prix de rachat qui aurait été perçu en cas de reprise par l'assureur permet aux personnes cessionnaires de leur contrat de disposer de liquidités rapidement pour faire face à des besoins divers. Cette pratique courante aux Etats-Unis est une solution financière pour de nombreux assurés. Le fonds devient bénéficiaire des polices d'assurance et cherche à générer de la performance constituée par l'écart entre le montant de l'assurance versé en cas de décès et le coût d'acquisition de la police d'assurance avec les primes périodiques. Pour optimiser leurs investissements, les gestionnaires de ce type de stratégies doivent parfaitement maîtriser les statistiques concernant l'espérance de vie des souscripteurs mais aussi la qualité de crédit des assureurs.

### Vous vous intéressez également aux stratégies CTA ou managed futures ?

Oui, nous avons effectivement recours aux stratégies CTA dont nous observons les très bonnes performances en 2020. Nous avons d'ailleurs retenu l'un des meilleurs fonds du classement BarclayHedge Ranking Report dans le cadre de nos allocations d'actifs.

### Justement comment détecter les meilleurs ?

Nous vérifions le *track record* de chaque équipe. Nous sommes aussi attentifs aux aspects de *risk management* et notamment au risque homme-clé. J'ajoute que nous sommes vigilants sur la politique de valorisation des actifs détenus en portefeuille (*pricing policy*) et ce, sur les trois familles de stratégies alternatives. Il nous est arrivé de ne pas investir pour cette raison dans des stratégies dont l'historique de performance était pourtant pertinent. Toutes les stratégies que nous retenons sont nécessairement déployées au travers de fonds régulés, c'est-à-dire qu'elles dépendent d'une société de gestion, d'un dépositaire, d'un valorisateur et d'un commissaire aux comptes. Un point se doit d'être constamment vérifié : la discipline de gestion des équipes sélectionnées et qui sont à la manœuvre. Hormis les quelques difficultés rencontrées par les stratégies d'arbitrage crédit en 2020 du fait de la dislocation du marché, toutes les stratégies utilisées par nos soins ont prouvé leur résilience durant l'année écoulée avec de très belles performances et une volatilité maîtrisée.



» inverser, des stratégies telles que le trend-following – suivi de tendances – ou le global macro pourraient potentiellement générer des rendements plus importants que le trading court terme : ce sont d'ailleurs celles-ci qui ont mené le bal lors de la crise, plus longue, de 2008-2009 ». Parallèlement aux grandes familles de stratégies, les initiatives restent nombreuses dans le domaine, portées par l'ingéniosité des équipes de gestion et les moyens technologiques croissants mis à leur disposition. Outre les stratégies de litigation finance ou de life settlement retenues par Auris Gestion (lire l'interview), on peut mentionner l'exemple des stratégies systématiques ARP – pour Alternative Risk Premia – déployées par le groupe Unigestion, qui reste pionnier dans le domaine et qui a recentré son savoir-faire en interne. « Ces stratégies constituent une réponse, d'une part au besoin d'améliorer le profil risque-rendement des portefeuilles équilibrés du fait du recul des rendements des classes d'actifs classiques et, d'autre part, au besoin d'élargir l'univers d'investissement des sources de rendements, les actifs classiques étant

de plus en plus corrélés », indique Fiona Frick, CEO d'Unigestion.



## « Ces stratégies constituent une réponse au besoin d'améliorer le profil risque-rendement des portefeuilles équilibrés »

Fiona Frick  
CEO d'Unigestion

« Si ces stratégies sont décorrélatées, les investisseurs ne sont pas immunisés contre un risque de mauvaise exécution

propre au gérant », alerte enfin Jean-Patrick Mousset car, en effet, pour les stratégies alternatives, davantage que pour les classes d'actifs traditionnels, le choix du gérant est primordial. L'expérience, qui induit une vision claire de l'univers d'investissement, ainsi qu'une certaine agilité, sont des atouts indéniables sur des marchés parfois sujets à des risques extrêmes. L'exemple récent du titre Gamestop qui a fait l'objet d'une joute boursière entre petits porteurs et certains fonds spéculatifs est une parfaite illustration d'une anomalie de marché qui peut potentiellement coûter cher à des opérateurs au positionnement trop agressif. Loin de ces considérations spéculatives, le recours à des sociétés de gestion expertes et la diversification sont donc pleinement pertinentes pour appréhender la classe d'actifs alternative, elle-même diversifiante, dans le cadre d'une allocation globale. La multigestion alternative constitue à cet effet une piste pertinente dans le contexte actuel pour initier une exposition ou la compléter en laissant le soin aux gérants de se charger des ajustements tactiques. ■