

# L'impact de la gestion alternative sur l'industrie de la gestion de fonds

QUAND L'ALPHA RENCONTRE LE BETA

*Congrès de l'Association des économistes québécois*

Mario Therrien, Vice-président  
Fonds de fonds de couverture, Rendement absolu  
Caisse de dépôt et placement du Québec

Montréal, le 4 mai 2006



Caisse de dépôt et placement  
du Québec

# Table des matières

1

Les fonds de couverture sont-ils vraiment nécessaires?

2

Le rendement des fonds de couverture :  
un mélange d'alpha et de beta

3

Impact des fonds de couverture  
sur la gestion traditionnelle

4

Un futur « alternatif »

Les fonds de couverture sont-ils vraiment nécessaires?



# Les fonds de couverture sont-ils vraiment nécessaires?

- Quelle est leur fonction dans la société?
- Quelle est la valeur qu'ils créent dans l'économie?
  - Les FC sont des fournisseurs de liquidité et de capital de risque – notion d'efficience de capital
  - Rendre les marchés plus efficaces est une fonction légitime dans une économie de marché



Le rendement des fonds de couverture :  
un mélange d'alpha et de beta



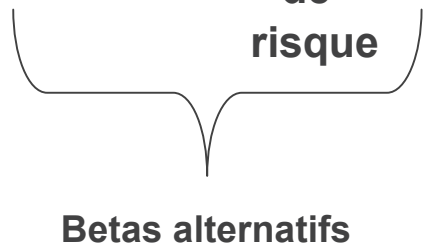
# Le rendement des FC : un mélange d'alpha et de beta

La recherche de l'alpha débute  
par une bonne compréhension du beta

$$R = \alpha + \sum \beta_i F_i + \varepsilon$$

Rendement fonds de couverture = Alpha + Betas Facteurs de risque + Risque diversifiable

Betas alternatifs



La principale source de rendement des gestionnaires de FC n'est pas l'alpha mais plutôt les primes de risque associées aux Bétas alternatifs

# Le rendement des FC : un mélange d'alpha et de beta

L'Alpha n'est pas disponible à perpétuité : « *It's a zero sum game* »

Loi fondamentale de la gestion active

Alpha = Talent du gestionnaire X nombre d'opportunités

↑  
peut être stable

↑  
varie dans le temps

# Le rendement des FC : un mélange d'alpha et de beta

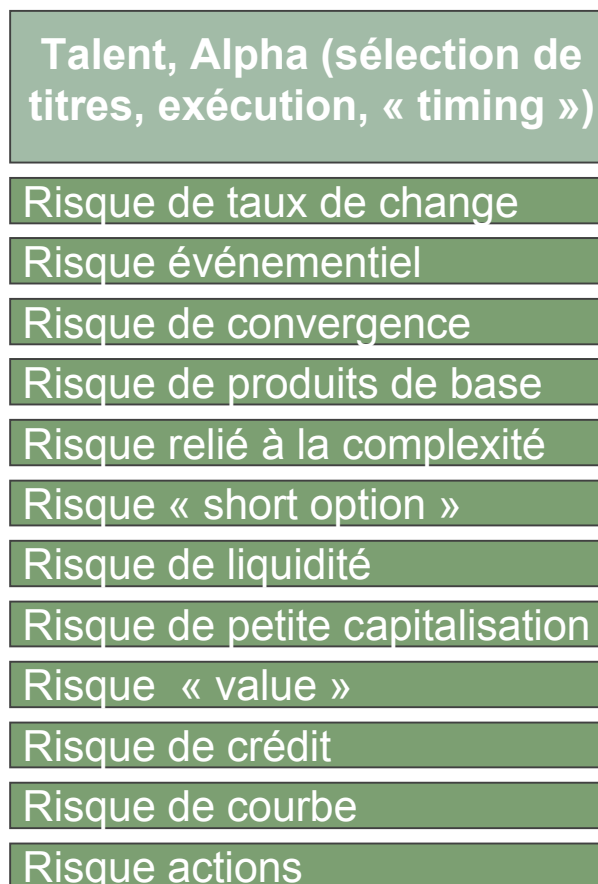
## Gestion active « long only » : Actions et obligations



Alpha



## Fonds de couverture





# Impact des fonds de couverture sur la gestion traditionnelle



# Impacts des FC sur la gestion traditionnelle

## *Le marché boursier*

- L'apparition des fonds de couverture dans la gestion « long only » (Lone Pine, Maverick, AQR, DeShaw, Cantillon, etc.)
- L'activisme
  - Parallèle avec les gestionnaires « Value »
  - Locustes « corporatifs » ou protecteurs des actionnaires?
- La gestion systématique
  - « Equity market neutral » (fondamental) : impact des Goldman Sachs et BGI
  - « Statistical arbitrage » : impact des DE Shaw et Renaissance
- Importance des gestionnaires « L/S » actions dans l'obtention de la recherche
  - Cas d'un gestionnaire européen

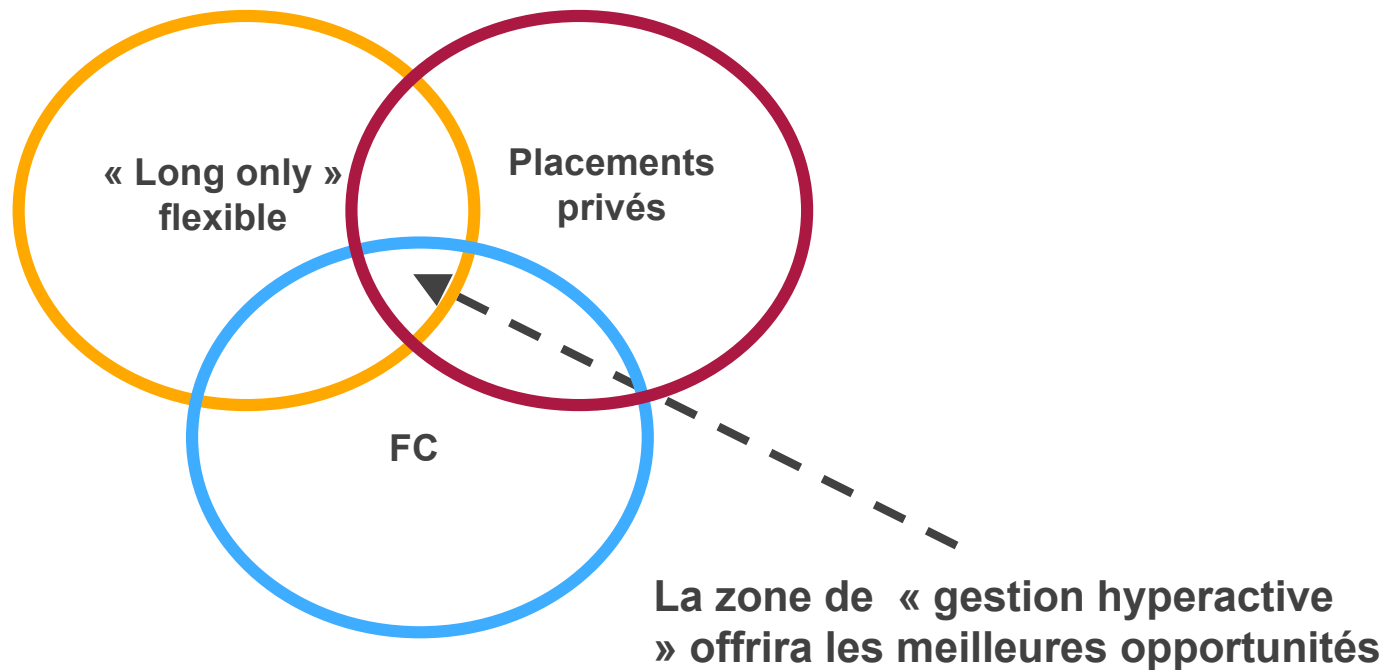
# Impacts des FC sur la gestion traditionnelle

## *Les placements privés*

- On voit de plus en plus une convergence entre les FC et placements privés (Och Ziff, Perry Partners, Farallon, etc.)
- Reflète deux changements importants dans l'industrie des FC : l'institutionnalisation et les opportunités grandissantes offertes aux gestionnaires de FC
  - Les FC et accès à l'information de première qualité
  - Synergie entre les différentes activités « traditionnelles » des FC et les placements privés

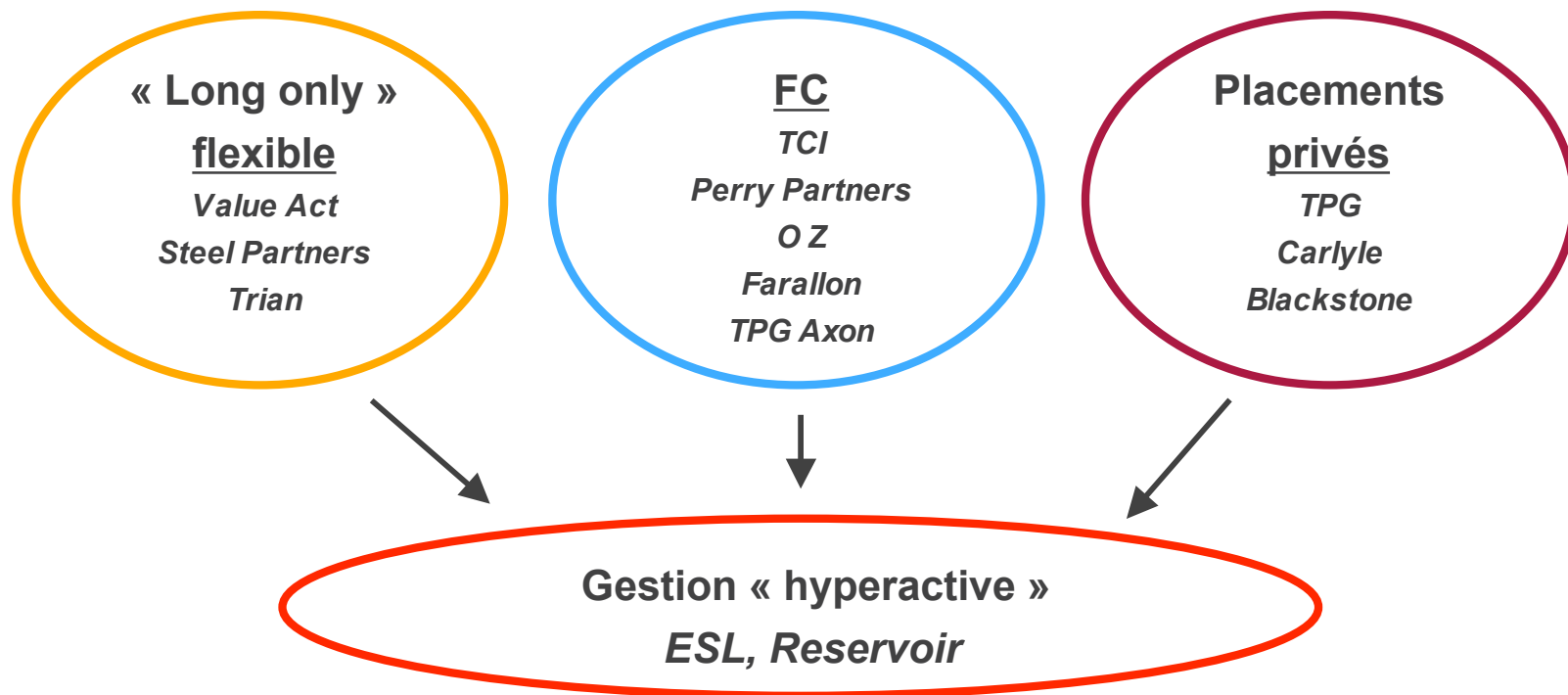
# Impacts des FC sur la gestion traditionnelle

- La convergence entre les différentes disciplines : la gestion « hyperactive »



# Impacts des FC sur la gestion traditionnelle

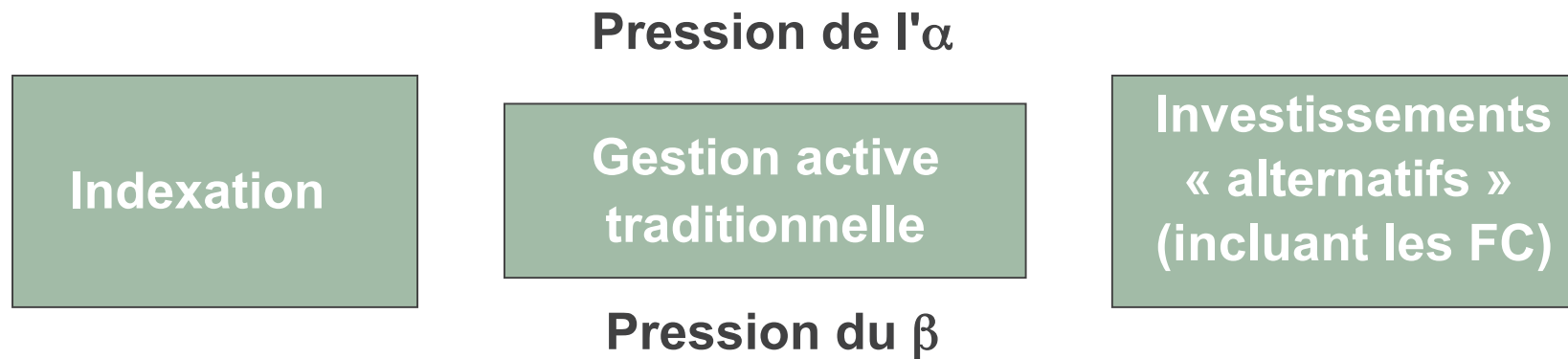
- Une nouvelle « race »



# Impacts des FC sur la gestion traditionnelle

- Les stratégies événementielles (« Merger arbitrage »)
- Les revenus fixes
  - L'arbitrage de taux d'intérêt
  - Les obligations convertibles
- Importance des commissions générées par les FC
- Le transport d'alpha

# Impacts des FC sur la gestion traditionnelle



Impacts du mouvement des institutionnels vers les FC :

- Capital sera redéployé des classes d'actifs traditionnels liquides vers les FC
- Séparation plus claire de l'alpha et du Beta qui fera en sorte d'augmenter aussi la demande pour les produits indiciels

# Impacts des FC sur la gestion traditionnelle

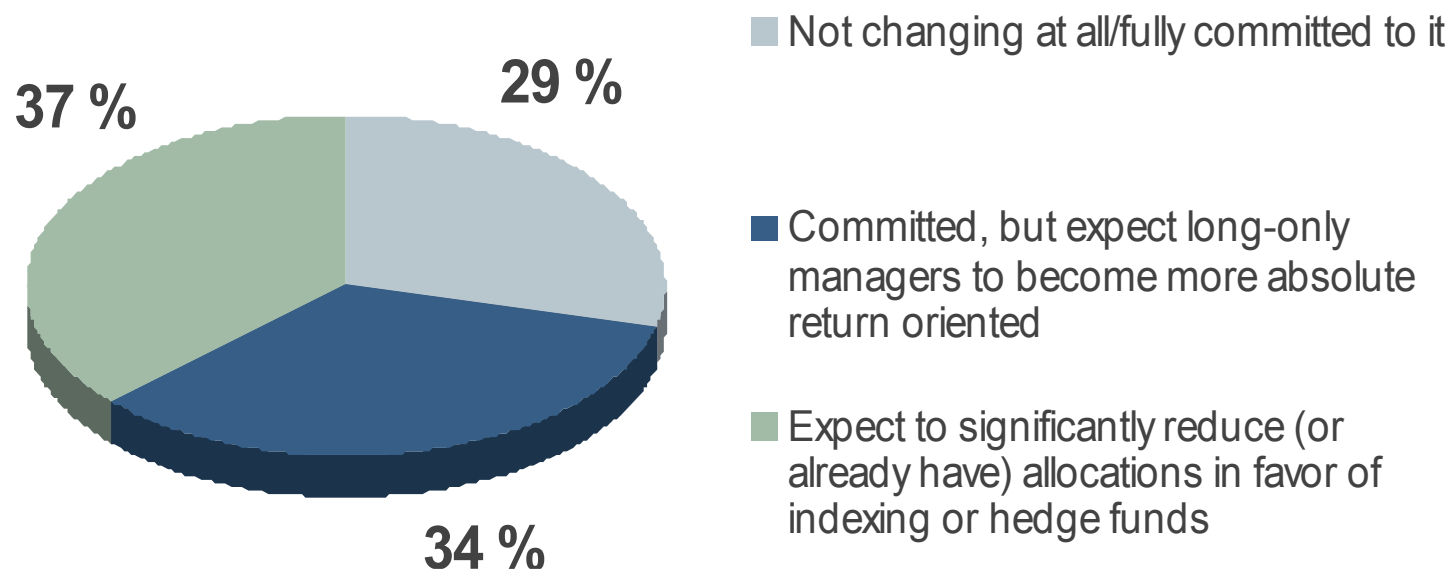
- Pression de l' $\alpha$  : représente le désir des investisseurs institutionnels de chercher et payer pour l'alpha
- Pression du  $\beta$  : représente le désir des investisseurs institutionnels de minimiser ses coûts pour avoir une position sur les marchés





# Impacts des FC sur la gestion traditionnelle

Selon Casey, Quirk & Acito et la Banque de New-York, la pression qu'apporte le concept « Alpha/Beta » fait en sorte que plus du tiers des investisseurs institutionnels réduiront leur positionnement « Long only » en faveur de produits indiciels (Beta) et d'Alpha (FC et autres stratégies alternatives)



Source : Casey, Quirk & Acito and the Bank of New York, September 2004

Un futur « alternatif »



Caisse de dépôt et placement  
du Québec

## Un futur « alternatif »

- Les FC représentent le point central du futur de la gestion de portefeuille
  - La combinaison de FC et d'indices traditionnels (alpha/beta) a des avantages certains sur la structure de la gestion active traditionnelle
    - Le transport d'alpha deviendra de plus en plus important chez les investisseurs institutionnels
    - Principaux enjeux : l'identification (recherche de gestionnaires) et la calibration de l'alpha (construction de portefeuille)
  - L'utilisation du levier, la vente à découvert et des produits dérivés, font en sorte de confiner cet avantage

## Un futur « alternatif »

- Les FC sont la source première de l'efficacité de capital. « This is a new world order! »
- L'alpha continuera d'être ultimement le type de rendement le plus attrayant
- Les investisseurs doivent tenir compte de la rareté de l'alpha et, en même temps, des bienfaits et de la puissance des betas alternatifs



# Un futur « alternatif »

## Étapes à réaliser pour arriver à un monde alpha/beta

### Les frais de gestion

- Crucial pour l'industrie
- Devraient être plus « rationnels » : les FC doivent faire une meilleure distinction entre les betas traditionnels, les betas alternatifs et l'alpha « pur »
- Betas alternatifs :
  - **Doivent être plus élevés que ceux des fonds traditionnels... cependant, ces frais diminueront avec le temps alors que les investisseurs développeront le savoir faire relié à l'implantation des betas alternatifs**
- Les FC devraient utiliser une structure qui marie les longs « lock ups » à la capacité restreinte au lieu d'augmenter les frais de gestion

# Un futur « alternatif »

Étapes à réaliser pour arriver à un monde alpha/beta...

## Délais associés au « mark-to-market »

- Actifs moins liquides, placements privés, instruments OTC de taux d'intérêt
- Intérêt des gestionnaires à « cuisiner » l'évaluation de leurs produits de sorte à montrer des statistiques de faible corrélation et Beta avec les marchés traditionnels

## « Lock-ups »

- Sont implantés de sorte à aligner l'horizon de temps qu'un gestionnaire a, face à une stratégie, avec l'horizon à laquelle la stratégie enregistrera des profits
- Multi-stratégie vs « Mono » stratégie

# Un futur « alternatif »

Étapes à réaliser pour arriver à un monde alpha/beta...

## Abus au niveau du « HWM »

- Certains gestionnaires fermeront leur fonds lorsqu'en présence d'une baisse significative de leur performance
- En présence d'une forte baisse de performance, le gestionnaire a souvent de la difficulté à garder son organisation en place (étant donné l'absence de revenus)

## Indice de référence à utiliser

- Crucial à l'évolution de l'industrie
- Solutions :
  - ☞ **Un nombre absolu (par exemple 10 %)**
  - ☞ **T-Bills + 5 %**
  - ☞ **50 % T-Bills + 50 % TSX**
  - ☞ **Un indice de fonds de couverture**

# Un futur « alternatif »

Étapes à réaliser pour arriver à un monde alpha/beta...

## La transparence

- Un des principaux points qui freine la progression d'un monde alpha/beta
- Solution à mi-chemin
  - ⑥ **Transparence sur les principaux facteurs de risque et de levier financier**
  - ⑧ **Poursuite de l'utilisation de tierce partie se spécialisant dans la mesure de risque de portefeuille de FC (*GlobeOp, Prime Brokers, etc.*)**

## Le rôle des fonds de fonds

- Objectif premier : ajouter de l'alpha (et non pas augmenter les actifs de façon trop importante!)
- Objectif deuxième : éducation et introduction