

Hedge Fund - Bonds Coninco Masterclass

Le 8 et 9 novembre 2010



- “ Le rôle économique de la spéculation
- “ L'intervention et l'empreinte des HF
- “ La transparence effective des stratégies de HF
- “ Conclusion

Le Rôle Economique de la Spéculation

Qu'est-ce que la Spéculation?

- Graham and Dodd 1934: %Ce qui distingue la spéculation du jeux c'est la perspective de réaliser un gain, alors que le joueur accepte le risque malgré une espérance de gain négative+.
- O'Hara 1995: %Le spéculateur est un trader informéq qui cherche a exploiter une information fondamentale sur la valeur+.

Qui Spécule?

La littérature sur la microstructure des marchés distingue (réf. en annexe):

Le trader **Informé** spécule

- Le **Value Trader** il se focalise sur la valeur fondamentale des instruments individuels.
- Les **Arbitrageurs** il se focalise sur la valeur relative entre des instruments.
- Le trader **Chartiste** il se focalise sur l'analyse des tendances des prix.

Le trader **Non Informé** ne spécule pas

- Le **Hedger** il cherche à réduire son exposition à certains risques financiers non souhaités.
- Les **Investisseurs** qui recherchent une rente future en différant leur consommation.
- Les **Emprunteurs** qui cherchent à bénéficier de la disponibilité immédiate de fonds.
- Les **Dealer** et **Market-Maker** qui servent d'intermédiaire financiers.

La Spéculation Devient Périodiquement le Sujet de Débats Intenses

Quelques arguments sujets à la controverse:

- La spéculation, notamment dans sa forme de vente à découvert, crée des **ventes paniques**, une plus grande **volatilité** et des **crash** de marchés+.
- La spéculation cause des hausses de prix injustifiées+.

Quelques arguments partisans:

- La spéculation favorise le **transfert d'information**, augmente la **liquidité** et améliore le **partage des risques** dans l'économie+.

Les Bénéfices de la Spéculation

- Le bénéfice économique que les spéculateurs apportent aux autres intervenants est un marché de meilleur qualité.
- De nombreuses études académiques (références en annexe) confirme que l'activité spéculative améliore la **liquidité**, l'**efficience** et la **largeur** des marchés.

1. La **liquidité** permet d'opérer une transaction avec le minimum d'impact sur le prix et au moindre cout.
 - Immédiateté
 - Cout
 - Profondeur
 - Résistance
2. L'**efficience** permet que les prix soient plus proche de la valeur fondamentale. En pratique les vendeurs à découvert assurent une discipline contre une survalorisation et les spéculateurs à l'achat contrarient une baisse injustifiée des prix.
3. La **largeur** permet une meilleure allocation du risque. Concrètement celui qui souhaite se couvrir contre un risque trouve une contrepartie à qui le transférer à un prix juste.

Exemple: les Vendeurs à Découvert sont des Détectives Financiers

- La cible; les sociétés dont (1) les résultats sont **surestimés** (2) le plan stratégique est **non viable** et **opérationnellement défectueux** (3) ou bien une **fraude**.
 - ✓ De nombreuses fraudes et banqueroutes majeures du dernier ¼ de siècle sont révélées: Enron, Tyco, Sunbeam, Boston Chicken, Baldwin United, MicroStrategies, Consec, ZZZZBest, Crazy Eddie
- La vente à découvert est une bonne antidote à une myriades de conflits d'intérêts.

Exemple: Enron

- Comptabilisations de profits futurs reposants sur un principe comptable très agressifs.
- Pour autant, la rentabilité de la société est faible.
- Les membres exécutifs de la société vendent des actions Enron.
- De larges bénéfices escomptés d'une nouvelle activité (la transmission ~~à~~ broadband) alors que l'industrie se est effondrée.
- La chute du cours de l'action pauserait un problème de liquidité à la société mère compte tenu de provisions établies dans les contrats avec ses filiales.
- La démission du CEO pour raisons personnelles.

Exemple: La Dette Grecque: il ne faut pas Tuer le Messenger

- La valeur notionnelle nette des ~~€~~Credit-Default-Swaps sur la dette grecque était de **\$9 milliard** au 5 Mars 2010 (source: Depository trust & Clearing Corp).
- A comparé avec les **\$271 milliard** de dette grecque (source: IMF data).
- Il y avait des ~~€~~swaps sur 10 pays européens (y compris le Portugal, l'Espagne, l'Italie et l'Irlande) pour une valeur nette de \$109 milliard, soit **moins de 1% de la dette combinée de ses pays**.

Exemple: 2008, la Restriction sur les Ventes à Découvert

- En septembre 2008, la SEC implémente en urgence une interdiction temporaire de ventes à découvert sur près de **1000 actions financières**.
- Boehmer, Jones et Zang 2008, montre en utilisant des données propriétaires au NYSE et au NASDAQ que le volume de ventes à découvert fut **réduit de 65%** sur ses actions.
 - ✓ Les 35% restants sont exclusivement les **market-makers** qui ont tendance à favoriser l'**immédiateté**.
- Les impacts de marché observés furent:
 - ✓ Les actions sujettes à l'interdiction ont vu leur **qualité de marché** fortement **dégradée** mesurée en terme de **spreads** et de volatilité **intraday**

Conclusion sur le Rôle Economique de la Spéculation

Le théorie économique et la pratique des marchés suggèrent que la spéculation est une composante nécessaire pour des marchés qui fonctionnent de manière efficiente.

- “ Le rôle économique de la spéculation
- “ L'intervention et l'empreinte des HF
- “ La transparence effective des stratégies de HF
- “ Conclusion

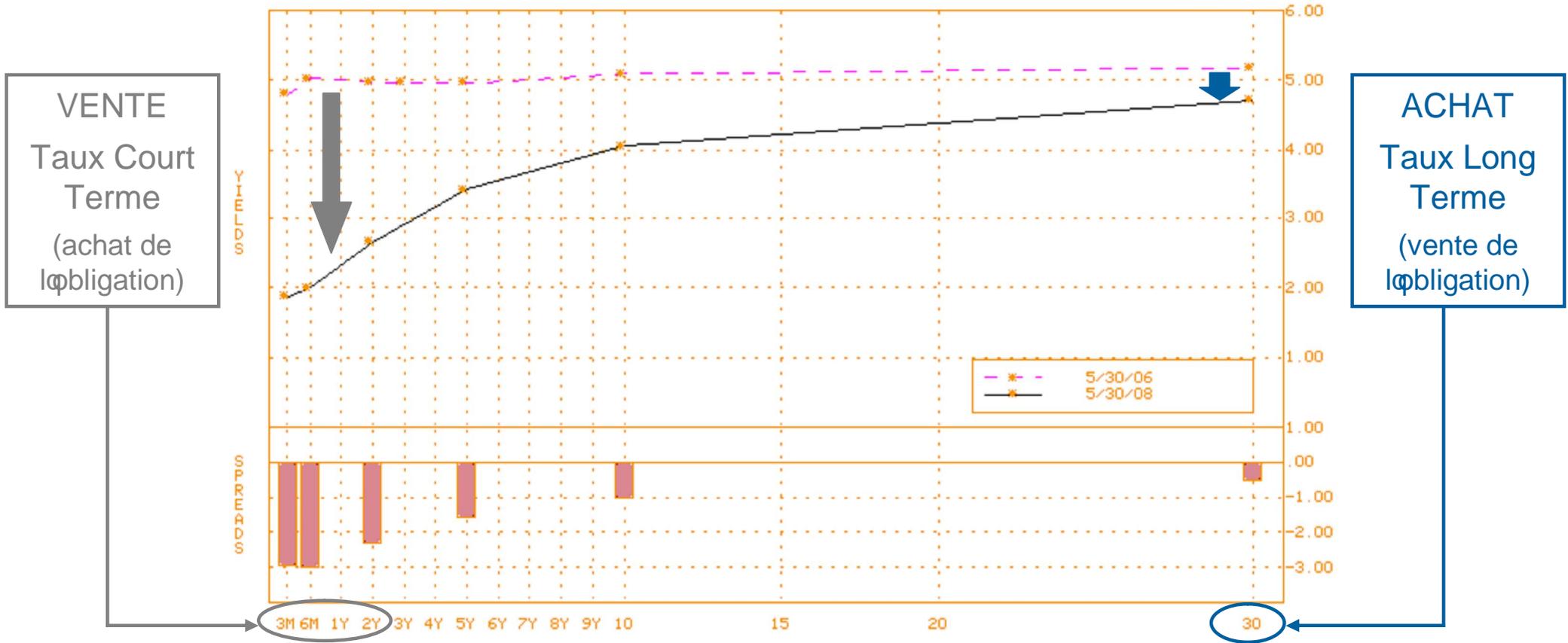
L'intervention et l'empreinte des Hedge Fund

Les Stratégies d'Arbitrage Obligataires des Hedge Funds

		Fixed-Income Arbitrage	Convertible Arbitrage
Univers d'investissement		Courbe de taux	Obligations convertibles
Principe		Arbitrer les déformations des courbe de taux	Arbitrer l'écart entre la valeur théorique et le cours de l'obligation convertible
Position type	Achat	Taux long	Obligations convertibles
	Vente	Taux court	Action sous-jacente

Exemple de Stratégie: Anticipation d'une Pentification de la Courbe

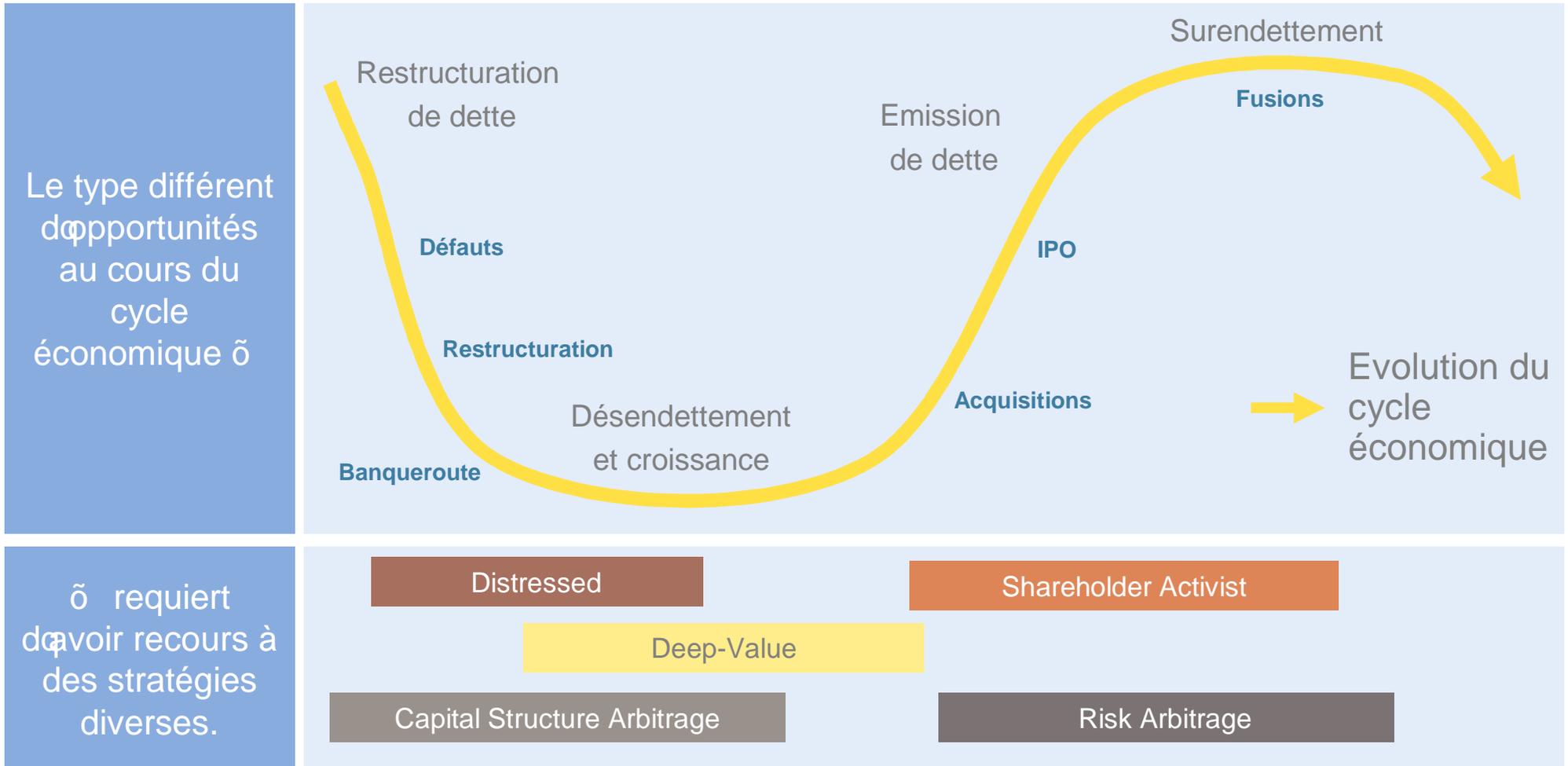
YIELD CHANGES FOR US Treasury Actives 5/30/08 vs 5/30/06 Page 1/2
3M - 30



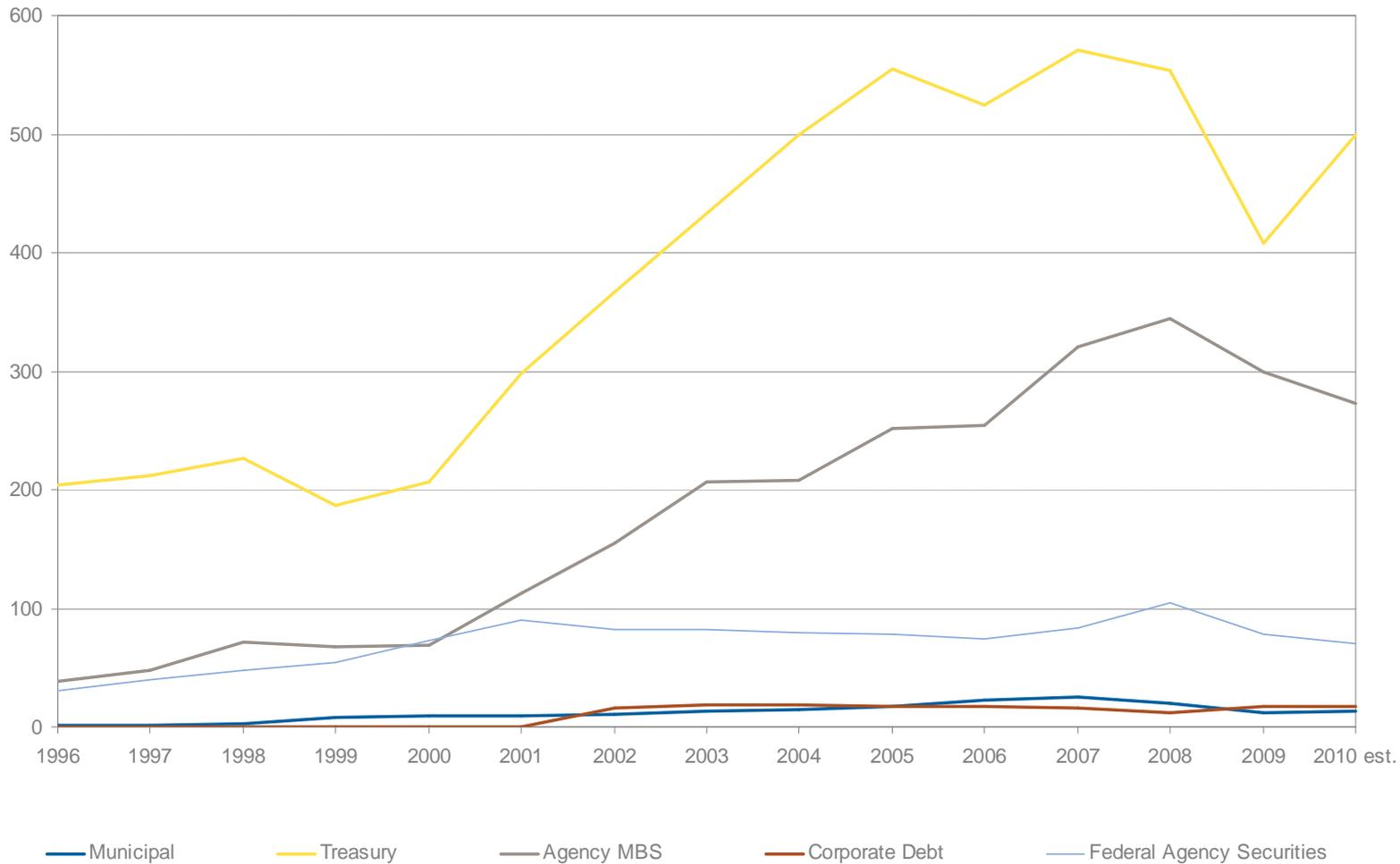
VENTE
Taux Court Terme
(achat de obligation)

ACHAT
Taux Long Terme
(vente de obligation)

Les autres Stratégies Obligataires des Hedge Funds



Evolution du Volume Journalier Moyen du Marché Obligataire US



L'Empreinte de Marché des Hedge Funds

Une étude de Greenwich Associate de aout 2010 étudie les volumes journaliers traités par les hedge funds.

Type de marché	Cette année	2009	Pré-crise
Marchés Obligataires US	19%	12%	29%
Obligations Gouvernementales	20%	3%	
Crédit Investment Grade cash q	26%	16%	
Investment Grade CDS	42%		
Crédit High Yield cash q	37%		
High Yield CDS	63%		
Leveraged Loans	50%		
Crédit Emergents	25%		
Crédit Structurés	65%		
Distressed Bonds	90%		

L'Empreinte de Marché des Hedge Funds

- Boehmer, Jones et Zang 2008;
 - ✓ montre que fin 2007 environ 40% du volume traité implique un vendeur à découvert. En contraste, les intérêts vendeurs compte seulement 4% des actions en circulation.
 - ✓ Ils concluent (1) à un plus fort **turn-over** et à la preuve de la présence des hedge funds quantitatifs à haute fréquence, et (2) à ce qu'ils fournissent la liquidité aux marchés.
- Montant notionnel des CDS en circulation, Déc. 2009

Type de contrepartie	Achat	Vente	Total
Dealers	69.4%	71.2%	54.2%
Non-dealer banks securities firms	20.0%	19.4%	30.4%
Assurance	0.9%	0.4%	1.0%
Other (Hedge Funds, SPV)	6.4%	6.0%	9.5%
Non-Financial	3.2%	3.0%	4.8%

Source: Bank of International Settlements, May 2010

L'Empreinte de Marché des Hedge Funds

Les données pour les CDS sur le crédit du Depository Trust Clearing Corporation (DTCC) Trade Information Warehouse de juillet 2010 montre;

- \$25T de valeur notionnelle ~~gross~~ sont enregistrées auprès du DTCC.
- \$14.6T sur des noms directs et \$10.4T sur des indices et des tranches.
- En ajustant des opérations qui se neutralisent la valeur notionnelle nette est respectivement de \$1.2T pour les noms en direct et \$1.1T pour les indices et les tranches.
- En faisant l'hypothèse, que les positions des ~~dealers~~ sont neutres, alors \$2.3T ou ~10% du total émis est à répartir entre Spéculateurs et Hedgeurs.

Les Hedge Funds

- Contribuent à une meilleure qualité de marché.
- Ont un rôle à jouer dans une allocation globale de portefeuille, Dans des conditions de transparence et/ou contrôle des actifs, ils peuvent aider les investisseurs dans leur **devoir fiduciaire**. A savoir éviter les risques indus et accepter les risques nécessaires.
 - ✓ Les caisses de retraite
 - ✓ Les assurances
 - ✓ Les fondations

- “ Le rôle économique de la spéculation
- “ L'intervention et l'empreinte des HF
- “ La transparence effective des stratégies de HF
- “ Conclusion

La Transparence Effective des Stratégies de Hedge Fund

Exemple de Transparence: Exemple de rapport RiskMetrics®

Fund Name	Instrument Class	Instrument type	Region	Sector	Market Cap	Credit Rating	Liquidity	Currency	Long-Short	Exposure	Credit Spread -100bp	Credit Spread +100bp	...
Fund X	CREDIT	BANKLOAN	UNKNOWN	BANKLOAN	NOT AVAILABLE	NOT APPLICABLE	1D - 3D	EUR	LONG	4,891,137	113,451	-110,154	
Fund X	CREDIT	CONVERTIBLEBOND	NORTH AMERICA	HEALTH CARE EQUIPMENT & SERVICES	MICRO CAP	B	1D - 3D	USD	LONG	35,660,000	593,815	-581,434	
Fund X	CREDIT	CONVERTIBLEBOND	NORTH AMERICA	ELECTRONIC & ELECTRICAL EQUIPMENT	SMALL CAP	B	1D - 3D	USD	LONG	10,000,000	203,646	-188,779	
Fund X	CREDIT	CONVERTIBLEBOND	NORTH AMERICA	OIL & GAS PRODUCERS	MICRO CAP	NOT APPLICABLE	1D - 3D	USD	LONG	18,000,000	309,336	-293,844	
Fund X	CREDIT	CORPORATEBOND	NORTH AMERICA	FOOD & DRUG RETAILERS	SMALL CAP	B	1D - 3D	USD	LONG	22,840,000	968,597	-1,019,572	
Fund X	CREDIT	CORPORATEBOND	NORTH AMERICA	MEDIA	MICRO CAP	B	1D - 3D	USD	LONG	52,000,000	2,377,500	-2,407,603	
Fund X	CREDIT	CORPORATEBOND	NORTH AMERICA	HEALTH CARE EQUIPMENT & SERVICES	MICRO CAP	B	1D - 3D	USD	LONG	36,150,000	1,545,672	-1,507,940	
Fund X	CREDIT	CORPORATEBOND	NORTH AMERICA	ELECTRONIC & ELECTRICAL EQUIPMENT	MICRO CAP	B	1D - 3D	USD	SHORT	-10,000,000	-503,555	494,674	
Fund X	CREDIT	CORPORATEBOND	NORTH AMERICA	OIL EQUIPMENT, SERVICES & DISTRIBUTION	LARGE CAP	BBB	1D - 3D	USD	LONG	27,845,000	2,877,230	-2,421,072	
Fund X	CREDIT	CORPORATEBOND	NORTH AMERICA	SOFTWARE & COMPUTER SERVICES	SMALL CAP	BB	1D - 3D	USD	LONG	29,715,000	933,253	-935,389	
Fund X	CREDIT	CORPORATECDS	EUROPE	TRAVEL & LEISURE	MID CAP	NOT APPLICABLE	1D - 3D	EUR	SHORT	-19,542,000	-927,927	847,076	
Fund X	CREDIT	CORPORATECDS	NORTH AMERICA	CHEMICALS	SMALL CAP	NOT APPLICABLE	1D - 3D	USD	LONG	40,000,000	1,751,874	-1,609,072	
Fund X	CREDIT	CORPORATECDS	NORTH AMERICA	PERSONAL GOODS	SMALL CAP	NOT APPLICABLE	1D - 3D	USD	SHORT	-20,000,000	-887,444	855,399	
Fund X	CREDIT	CORPORATECDS	NORTH AMERICA	FOOD & DRUG RETAILERS	SMALL CAP	NOT APPLICABLE	1D - 3D	USD	SHORT	-30,000,000	-519,742	473,130	
Fund X	CREDIT	CORPORATECDS	NORTH AMERICA	LIFE INSURANCE	LARGE CAP	NOT APPLICABLE	1D - 3D	USD	LONG	25,000,000	1,112,001	-1,004,296	
Fund X	CREDIT	CORPORATECDS	NORTH AMERICA	HEALTH CARE EQUIPMENT & SERVICES	MID CAP	NOT APPLICABLE	1D - 3D	USD	SHORT	-30,000,000	-1,388,629	1,289,647	
Fund X	CREDIT	CORPORATECDS	NORTH AMERICA	AEROSPACE & DEFENSE	MID CAP	NOT APPLICABLE	1D - 3D	USD	SHORT	-3,000,000	-133,269	127,218	
Fund X	CREDIT	CORPORATECDS	NORTH AMERICA	OIL & GAS PRODUCERS	MID CAP	NOT APPLICABLE	1D - 3D	USD	LONG	10,000,000	471,274	-436,283	
Fund X	CREDIT	CORPORATECDS	NORTH AMERICA	BEVERAGES	MID CAP	NOT APPLICABLE	1D - 3D	USD	LONG	20,000,000	943,861	-862,018	
Fund X	CREDIT	CORPORATECDS	NORTH AMERICA	NONEQUITY INVESTMENT INSTRUMENTS	NOT AVAILABLE	NOT APPLICABLE	1D - 3D	EUR	LONG	52,112,000	2,429,559	-2,219,493	
Fund X	CREDIT	CORPORATECDS	NORTH AMERICA	CONSTRUCTION & MATERIALS	MID CAP	BBB	1D - 3D	USD	LONG	10,000,000	471,930	-431,009	
Fund X	CREDIT	DEFAULTEDCORPORATEBOND	NORTH AMERICA	LEISURE GOODS	NANO CAP	NOT APPLICABLE	1D - 3D	USD	LONG	2,462,449	0	0	
Fund X	CREDIT	DEFAULTEDCORPORATEBOND	NORTH AMERICA	DEFAULTEDCORPORATEBOND	NOT AVAILABLE	D	1D - 3D	USD	LONG	5,618,768	0	0	
Fund X	CREDIT	DEFAULTEDCORPORATEBOND	NORTH AMERICA	MEDIA	NOT AVAILABLE	D	1D - 3D	USD	LONG	680,000	0	0	
Fund X	CREDIT	DEFAULTEDCORPORATEBOND	NORTH AMERICA	DEFAULTEDCORPORATEBOND	NOT AVAILABLE	NOT RATED	1D - 3D	USD	LONG	156,125	0	0	
Fund X	FIXED INCOI	DEFAULTEDFRN	EUROPE	DEFAULTEDFRN	NOT AVAILABLE	NOT RATED	1D - 3D	USD	LONG	61,883	0	0	
Fund X	FIXED INCOI	DEFAULTEDFRN	NORTH AMERICA	DEFAULTEDFRN	NOT AVAILABLE	NOT APPLICABLE	1D - 3D	USD	LONG	511,000	0	0	

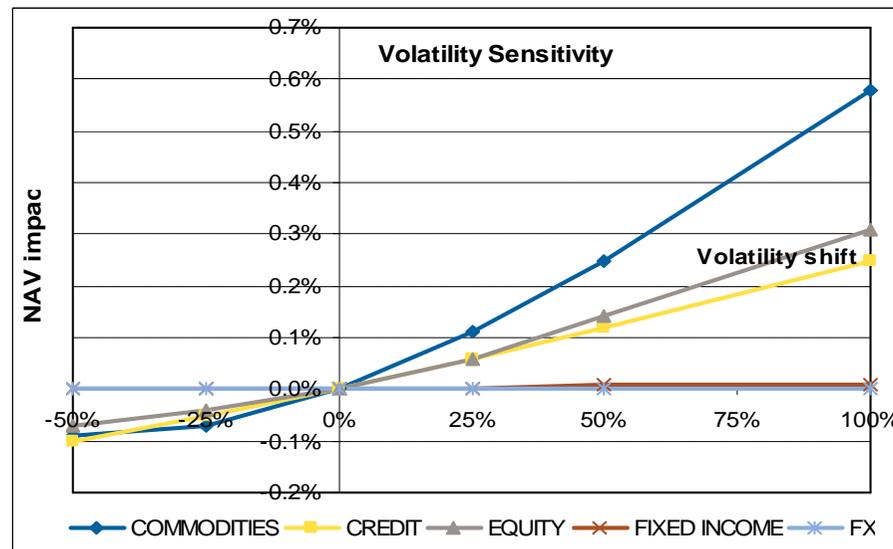
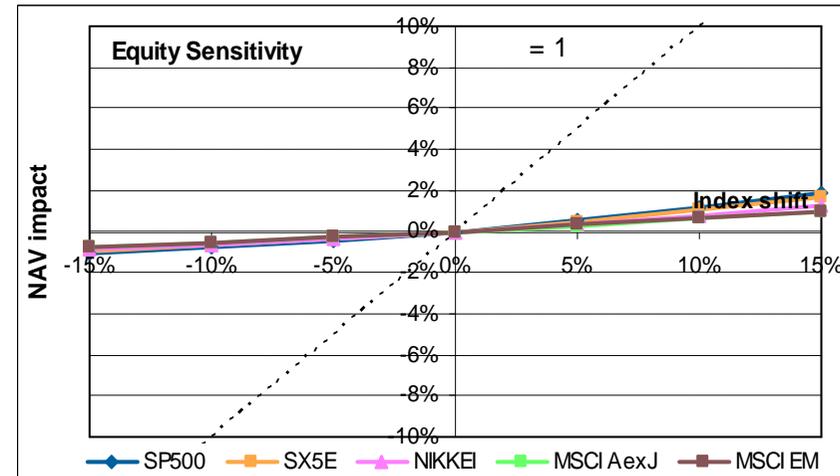
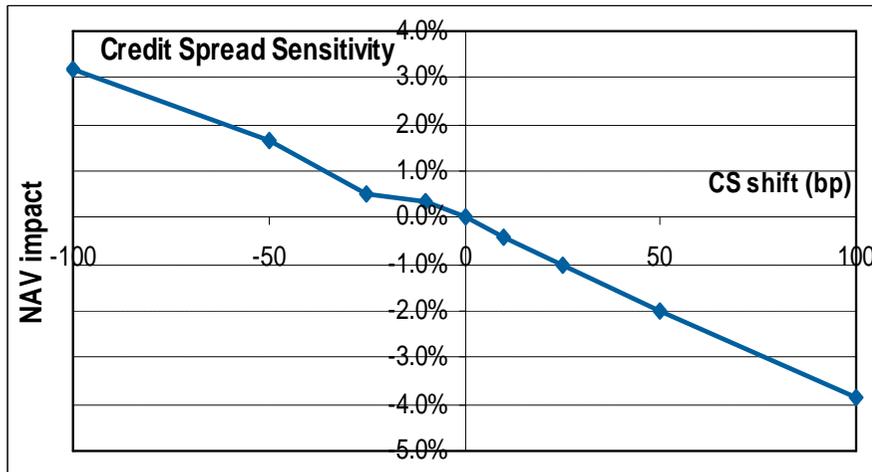
Exemples de sensibilité à des facteurs de risque pour un portefeuille

- ” **Contrôle accru** de l'exposition systématique
- ” **Transparence des risques** pour les investisseurs

Sensibilités du portefeuille aux facteurs de risque

	Facteur	Variation	Impact sur portefeuille
Sensibilités Actions	SP500	- 10%	-0.79%
	SP500	+ 10%	+1.17%
Sensibilités Crédit	Spreads Crédit	-100 bps	+1.10%
	Spreads Crédit	+100 bps	-1.04%
Sensibilités Taux d'intérêt	IR 3 months	+100 bps	-0.02%
	IR 1 year	+100 bps	+0.12%
	IR 5 year	+100 bps	-0.10%
	IR 10 year	+100 bps	-0.37%
	IR 30 year	+100 bps	-0.02%

Exemples de rapports basés sur RiskMetrics®



- “ Le rôle économique de la spéculation
- “ L'intervention et l'empreinte des HF
- “ La transparence effective des stratégies de HF
- “ Conclusion

| Conclusion

Conclusion

- Spéculer c'est chercher à tirer profit d'un **avantage compétitif en matière information**.
- La spéculation favorise le **transfert d'information**, augmente la **liquidité** et améliore le **partage des risques** dans l'économie
- Plus les **situations sont complexes**, plus les hedge funds sont présents. Ils assurent le financement des entreprises en difficultés.
- Faites vous **votre propre opinion**, de nombreux papiers de recherche sont disponibles. Ils sont écrits par des chercheurs et non des intervenants financiers qui tirent un profit de leur activité.
- Un investisseur professionnel, traditionnel et alternatif, investit-il par utilité économique ou bien avec pragmatisme selon un devoir fiduciaire?

Références

Barclay, Michael, Terrence Hendershott, and Charles Jones, 2008, Order consolidation, price efficiency, and extreme liquidity shocks, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*

Boehmer, Ekkehart, Charles Jones, and Xiaoyan Zhang (2009) Shackling Short Sellers: The 2008 Shorting Ban.+

Boehmer, Ekkehart, Charles M. Jones, and Xiaoyan Zhang, 2008a, Which shorts are informed? *Journal of Finance*

Boehmer, Ekkehart, and Julie Wu (2010) Short Selling and the Price Discovery Process. Working paper, May 4.

Boehmer, Ekkehart and Julie Wu, 2008, Short selling and the informational efficiency of prices, working paper, *Texas A&M University*.

Bris, Arturo, William N. Goetzmann and Ning Zhu, 2007, Efficiency and the bear: short sales and markets around the world, *Journal of Finance*

Chang, Eric C., Joseph W. Cheng, and Yinghui Yu, 2007, Short-sales constraints and price discovery: evidence from the Hong Kong market, *Journal of Finance*

Cohen, Lauren, Karl Diether, and Christopher Malloy, 2007, Supply and demand shifts in the shorting market, *Journal of Finance*

Dechow, Patricia, Amy Hutton, Lisa Meulbroek, and Richard G. Sloan, 2001, Short-sellers, fundamental analysis, and stock returns, *Journal of Financial Economics*

Desai, Hemang, Srinivasan Krishnamurthy, and Kumar Venkataraman, 2006, Do short sellers target firms with poor earnings quality? Evidence from earnings restatements, *Review of Accounting Studies*

Diamond, Douglas W. and Robert E. Verrecchia, 1987, Constraints on short-selling and asset price adjustment to private information, *Journal of Financial Economics*

Diether, Karl B., Kuan-Hui Lee, and Ingrid M. Werner, 2009, It's SHO time! Short-sale price tests and market quality, forthcoming, *Journal of Finance*

Saffi, Pedro A., and Kari Sigurdsson, 2007, Price efficiency and short-selling, Working paper, *London Business School*

Références

Les Admati, Anat, and Paul Pfleiderer (1988) % Theory of Intraday Price Patterns: Volume and Price Variability.+ *Review of Financial Studies*

Jones, Charles M., 2008, Shorting restrictions: revisiting the 1930s, working paper, *Columbia Business School*

Cheroenrook, Anchada, and Hazem Daouk (2005) % Study of Market-Wide Short-Selling Restrictions.+

Demsetz, Harold (1968) % The Cost of Transacting.+ *Quarterly Journal of Economics*

Flood, Mark (1991) % An Introduction to Complete Markets.+ *Federal Reserve Bank of St. Louis, March/April*

Gray, Roger (1967) % Price Effects of a Lack of Speculation.+ *Proceedings of a Symposium on Price Effects of Speculation in Organized Commodity Markets, Food Research Institute Studies, Stanford University*

Grossman, Sanford, and Merton Miller (1978) % Liquidity and Market Structure.+ *Journal of Finance*

Harris, Larry (2003) *Trading and Exchanges: Market Microstructure for Practitioners. New York: Oxford University Press.*

Jones, Charles, and Owen Lamont (2002) % Short-Sale Constraints and Stock Returns.+ *Journal of Financial Economics*

Moshinsky, Ben, and Aaron Kirchfeld (2010) % Naked Swaps Crackdown Rings Hollow without Washington.+

O'Hara, Maureen (1995) *Market Microstructure Theory.*
Richard, Christine (2008) % Bill Ackman Was Right: MBIA, Ambac on Ratings Cliff+.

Working, Holbrook (1931) % Financial Results of the Speculative Holding of Wheat.+ *Wheat Studies of the Food Research Institute, Stanford University.*



*E.I.M. S.A.
2, Chemin de Chantavril
1260 Nyon
Switzerland*

*Tel. +41 22 363 64 64 | Fax. +41 22 363 64 65
e-mail info@eim.ch*

www.eimgroup.com

This document is for information purposes only and does not constitute or form part of any offer to issue or sell, or any solicitation to buy or invest in any investment. The performances figures shown in this document are based on either estimated or final prices as supplied to EIM by third party information providers. Although EIM and its information providers seek to ensure that such information is accurate and has been obtained from sources presumed to be reliable, no warranty, expressed or implied, is made as to its accuracy and EIM shall not be held liable for any inaccuracies or incompleteness. Past performance is not necessarily indicative of future results. This document is strictly confidential. It is made with the aim of informing EIM's clients and may not be redistributed to third parties albeit related to EIM's client without the express, written consent of EIM. The information contained in this document shall not be considered as legal, tax, regulatory or other advice. Its recipient should obtain relevant and specific advice regarding its local regulation before making any investment decision.