

HDF



La stratégie Long/Short Equity

Sommaire

I – La **stratégie** Long/Short Equity

II – Les différents **styles** et sous-stratégies Long/Short Equity

III – **Performances** de la stratégie Long/Short Equity

IV – **Fonctionnement** de la stratégie Long/Short Equity

V – **Points forts** de la stratégie Long/Short Equity

VI – **Points faibles** de la stratégie Long/Short Equity

VII – **Synthèse**

VIII – **Valeur ajoutée** du LS pour **une caisse de pension**

I – La stratégie Long/Short Equity (1/3)

■ Définition de la stratégie Long/Short Equity

- ▶ Les fonds Long/Short Equity interviennent uniquement sur les **marchés actions**.
- ▶ **Leur objectif**: réaliser une performance absolue, **avec un minimum de corrélation** aux indices actions.
- ▶ **Moyens**: les gérants prennent des positions vendeuses à découvert sur des actions individuel

à noter

La stratégie Long/Short Equity repose donc sur la capacité du gérant à réaliser **une bonne sélection de valeurs** à l'achat comme à la vente.

Des compétences **micro-économiques** (« stock picking ») et une bonne vision **macro-économiques** (timing, choix des zones géographiques, secteurs) sont indispensables.

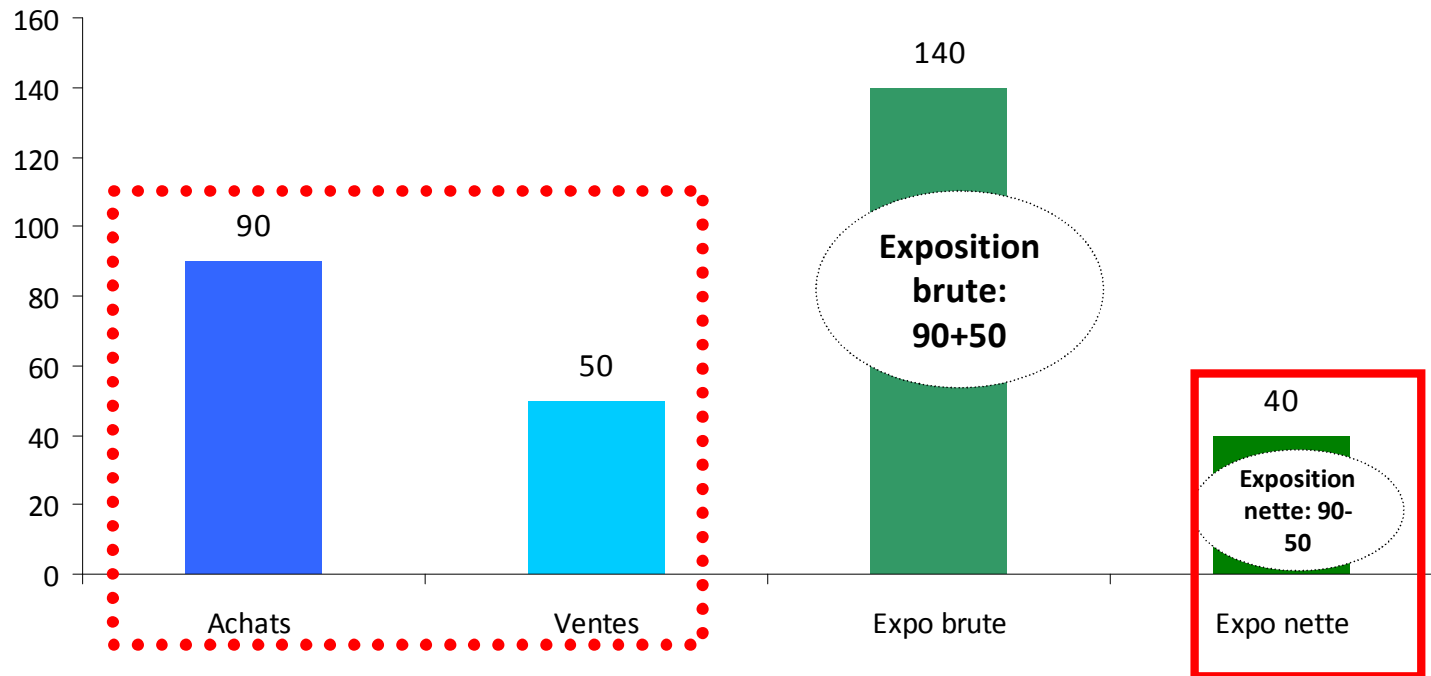
- ▶ Les fonds Long/Short Equity investissent principalement sur des actions individuelles mais aussi sur des indices, des futures, options et trackers.

I – La stratégie Long/Short Equity (2/3)

■ Quels sont les risques encourus?

► Le risque est fonction des exposition **brute** et **nette** du fonds Long/Short Equity

Exemple: Risque et Exposition d'un fonds Long/Short Equity:



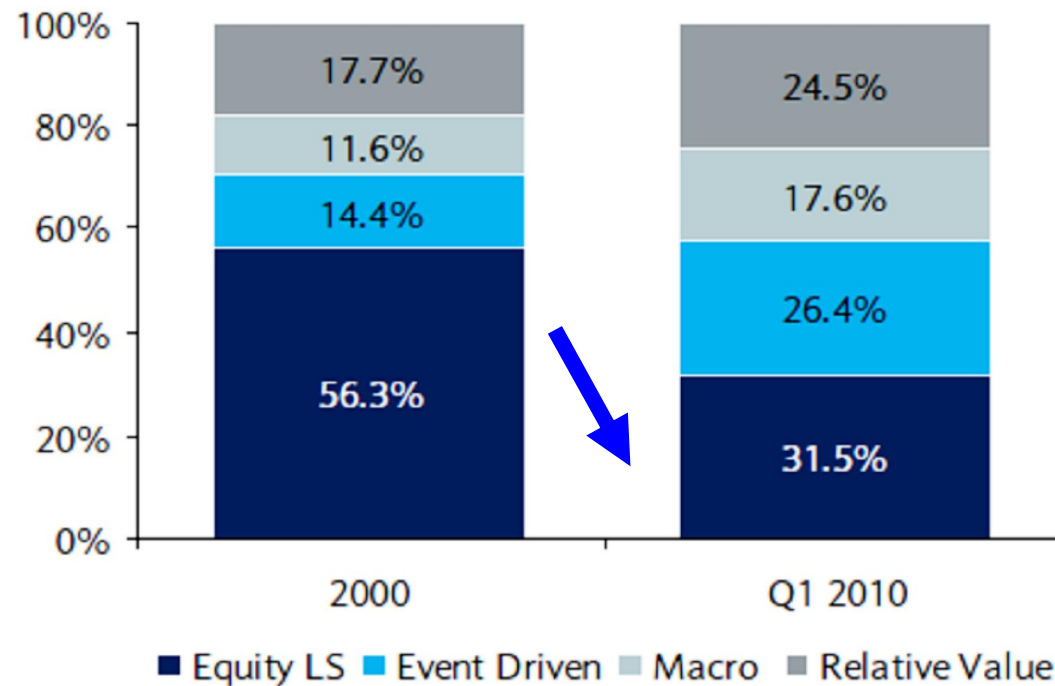
Deux sources de performance:

Le Beta : généré par l'exposition du fonds au niveau du marché

L'alpha: c'est le surplus de performance

I – La stratégie Long/Short Equity (3/3)

Une stratégie dominante en terme d'actifs, au sein de l'industrie de la gestion alternative:



Source: HFR



Mais son poids ↓ doucement depuis 2000, représentant 56% de l'industrie à cette époque contre 32% aujourd'hui.

II – Les Styles L/S Equity

Approche macro économique ou top-down

- bonne compréhension de la **macro-économie**. Importance de la sélection des **zones géographiques** ou des **secteurs d'activité**.
- Décisions discrétionnaires et empiriques.

Approche micro économique ou bottom-up

- Privilégie **l'analyse financière des sociétés**
- L'étude des **états financiers**, des **ratios** de chaque entreprise permet de déterminer les **décisions d'achat ou de vente**.

→ Pour ces 2 approches l'horizon nécessaire d'investissement est de plusieurs mois, afin que les anticipations se réalisent

Approche technique ou statistique


- L'analyse des cours passés permet de prédire les cours futurs. Intervention **systématique à l'achat et à la vente** en fonction des signaux des modèles quantitatifs.
- **Horizon d'investissement** : varie de quelques jours à quelques semaines.

Approche avec catalyseur


- **Les gérants anticipent un événement** particulier concernant l'entreprise avant de se positionner (fusion, acquisition, faillite...).
- Ces stratégies sont nommées « **Risk Arbitrage** » ou « **Event driven** », et bien qu'essentiellement investies sur les actions, elles ne sont pas considérées comme des L/S Equity.

II – Les sous-stratégies L/S Equity


Gérants opportunistes

- La grande **majorité** des gérants de l'industrie.
 - Applique un processus de sélection de valeur **de façon opportuniste** et son expo nette au marché peut fluctuer en fonction des résultats de sa recherche bottom-up.
 - Les L/S Equity « **low beta** » auront de -20 à +20% d'exposition nette vs Les L/S Equity « **flexible** » (entre -20% et 100%).
-  Risque : performance limitée en cas de niveau de **volatilité** insuffisant


Gérants à biais short ou « short sellers »

- Approche « **short selling** » a deux composantes: (i) les gérants sont spécialisés dans l'**identification de valeurs sur cotées**, (ii) une partie des profits de cette stratégie est générée par les intérêts provenant de **la vente à découvert** des titres.
-  Risque : pertes dans les marchés haussiers et « short squeeze »

Gérants « market neutral »

- Objectif: offrir une **performance stable** avec une **faible volatilité, sans corrélation**.
 - Expo nette est proche de 0.
 - Identifier une paire de valeurs au sein d'un même secteur, l'une étant sous cotée et l'autre sur cotée, =>Souvent assimilée à l'**arbitrage statistique**.
-  Risque : performance limitée en cas de niveau de **dispersion** insuffisant.

Gérant Sectoriels

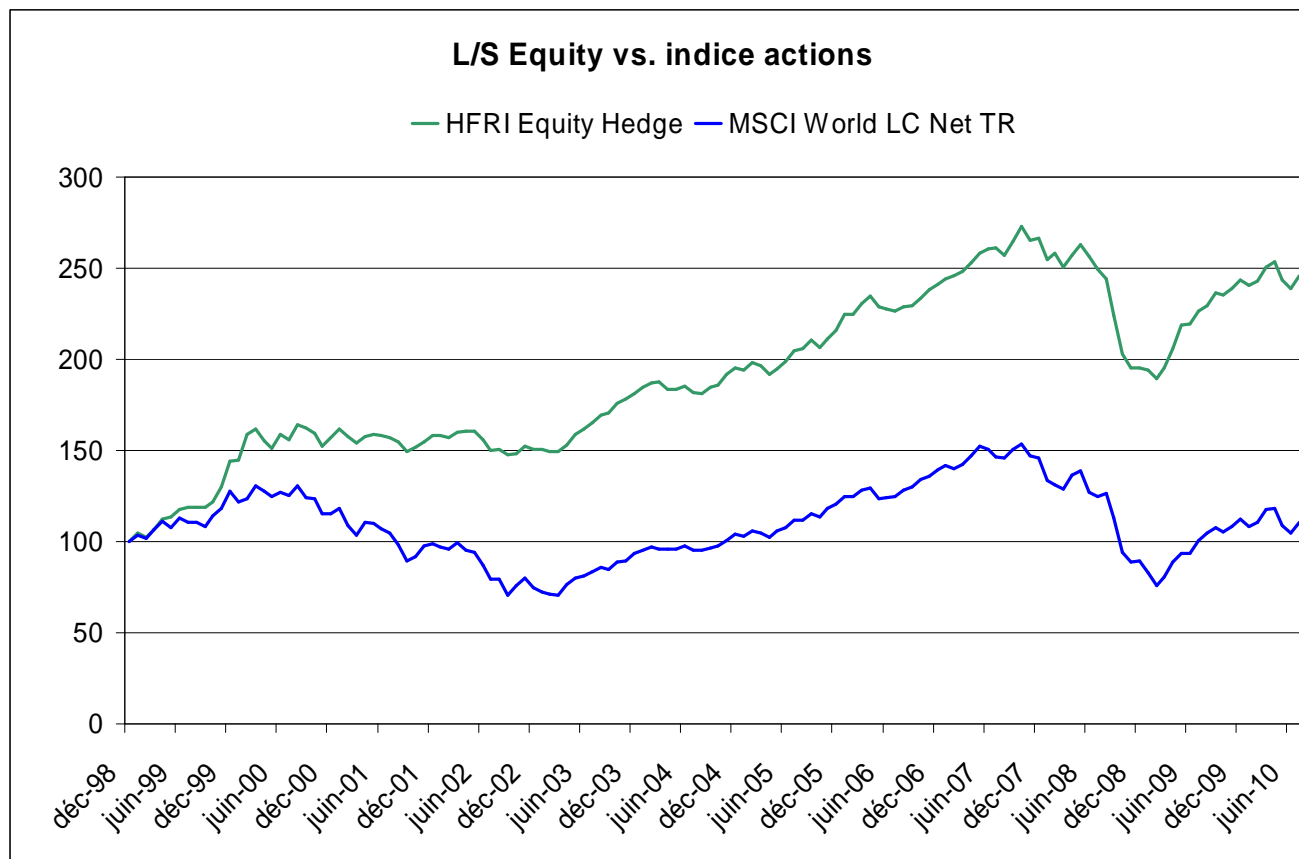
- **Expérience** et **accès privilégié** du gérant à l'information sur un secteur donné.
 - Au sein de leur secteur, les gérants adoptent généralement un **biais long**.
-  Risque : subir la tendance des marchés malgré une bonne analyse sectorielle.

Gérant spécialisés par type de valeur

- Gérants spécialisés selon la **capitalisation boursière des actions**.
- Compétences requises différentes pour une « grosse » valeur (large cap) vs une petite capitalisation (small cap)

III – Performances de la stratégie Long/Short Equity

■ Performance relative aux actions



- ▶ **Nette surperformance** par rapport aux indices actions (MSCI World div. Réinv.)
- ▶ Sur 12 ans, un investissement en L/S Equity a permis de **multiplier par 2.5** le capital de départ, alors que les actions mondiales ont une performance quasi-nulle.

III – Performances de la stratégie Long/Short Equity

► Décomposition du graphe précédent en plusieurs cycles de marchés

	Long/Short Equity (USD)	S&P 500 (USD)
1 Year Performance	24.60%	26.20%
2 Years Cumulative performance	-8.60%	-21.20%
3 Years Cumulative performance	0.90%	-16.90%
5 Years Cumulative performance	24.70%	0.20%
10 Years Cumulative performance	69%	-16.80%
Performance since HF Index creation 1989	1321%	383%
Volatility	9.20%	16.60%

La surperformance du long/short actions sur le moyen terme est incontestable et s'explique par:



► **La migration des meilleurs experts** de l'industrie classique vers l'industrie alternative,



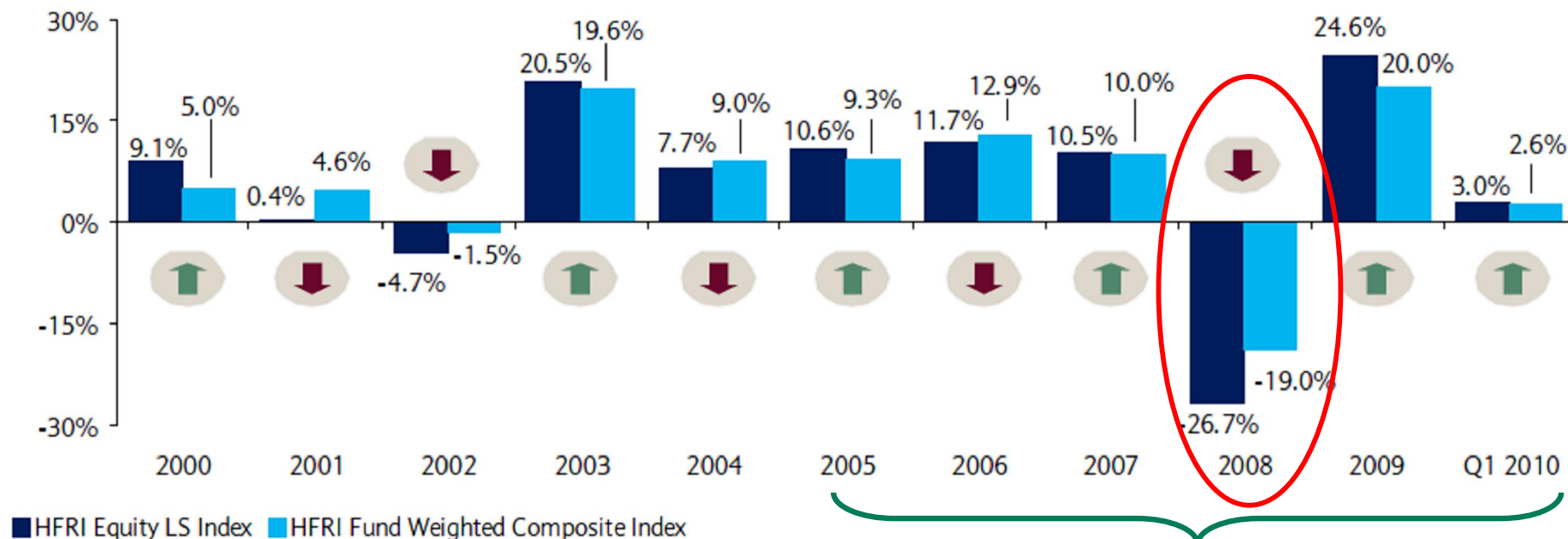
► **Une plus grande liberté dans la gestion.** Les gérants n'ont pas de contraintes de sélection « tracking error », de benchmark etc.,



► **La diversité des outils** offerts par les hedge funds.

III – Performances de la stratégie Long/Short Equity

■ Performance relative aux autres stratégies de gestion alternative



La stratégie L/S actions a fait mieux que la moyenne des stratégie de hedge funds une fois sur 2.

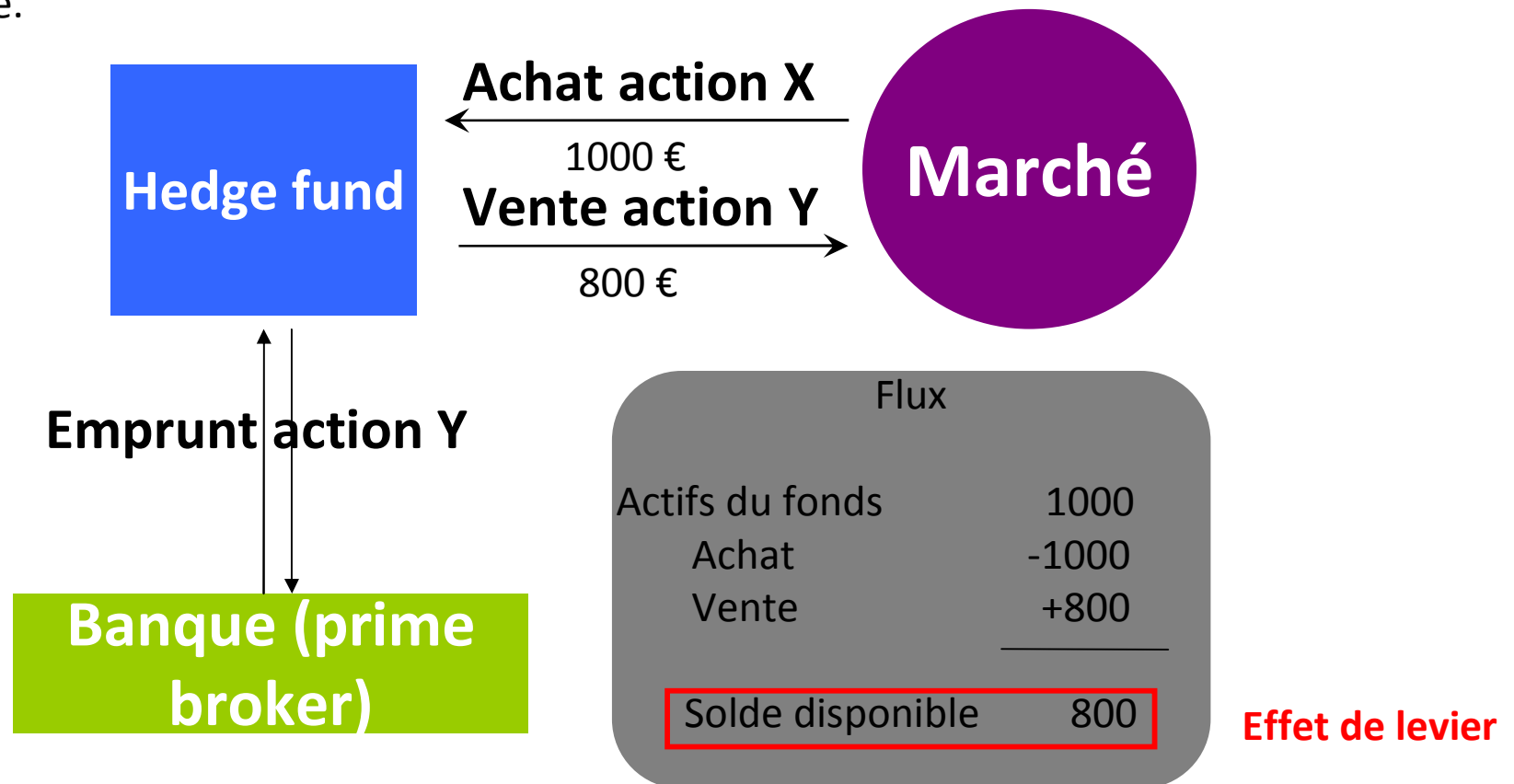
- Les raisons pour lesquelles les investisseurs ont préféré et préfèrent allouer sur le L/S Equity ne sont pas uniquement liées à la performance. C'est aussi parce que la stratégie est plus facile à comprendre et moins complexe. => les investissements réalisés dans ce type de fonds sont souvent intégrés dans la « poche actions » des institutionnels.

IV – Fonctionnement de la stratégie Long/Short Equity

■ Long/Short et effet de levier

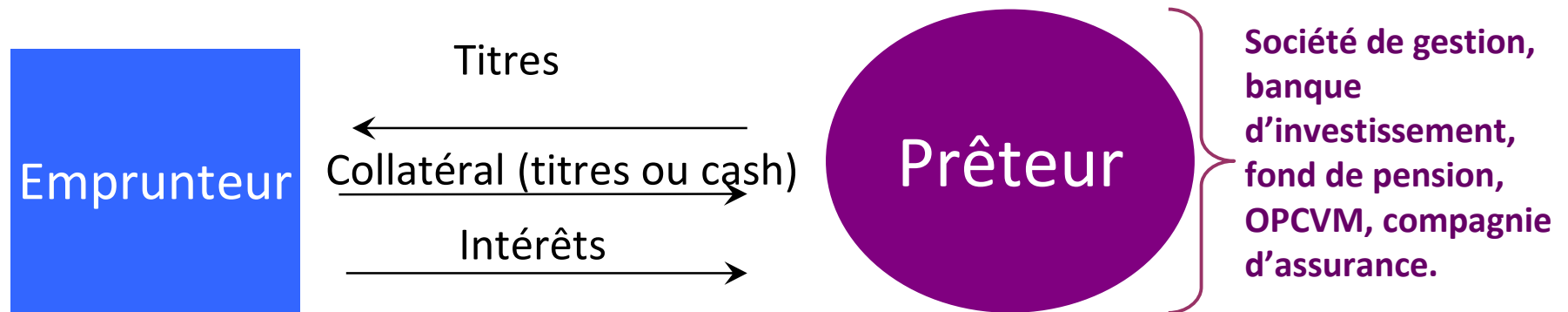
Un fonds dispose d'un actif sous gestion de 1000 €.

Le L/S Equity a la possibilité **d'emprunter des titres** pour les vendre et encaisser le produit de cette vente.



IV – Fonctionnement de la stratégie Long/Short Equity

■ Long/Short et prêt-emprunt de titres

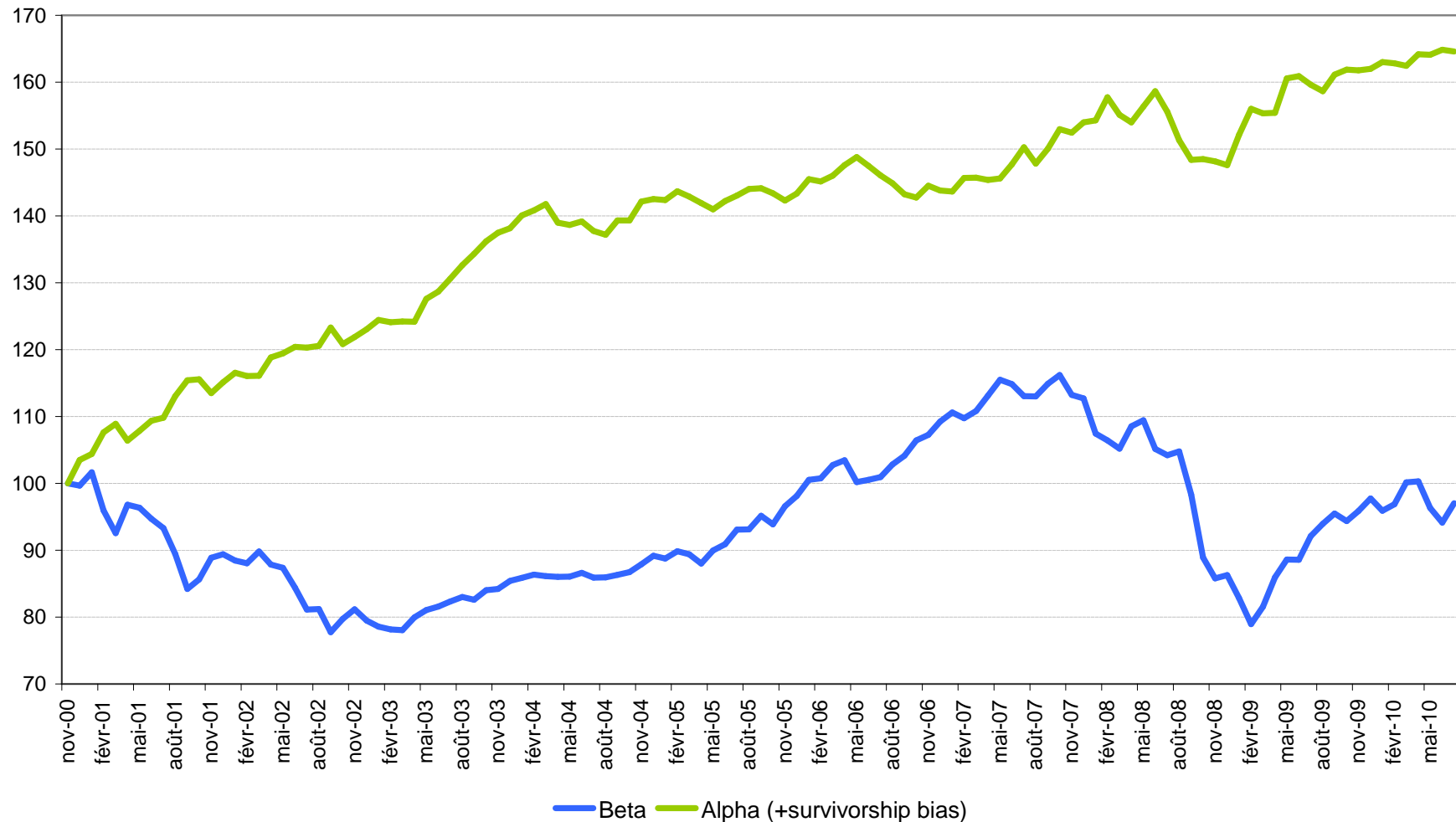


- ▶ Prêt-emprunt titres (« securities lending »): **contrat** pour lequel un **prêteur transfère**, pour une durée prédéterminée, à un **emprunteur** une quantité donnée de **titres**.
- ▶ En pratique, le fonds qui emprunte des titres devra déposer une garantie auprès du prêteur, sous forme de titres ou de cash : **c'est le collatéral**.

V – Points forts de la stratégie Long/Short Equity

■ Points forts de la stratégie Long/Short Equity

► La surperformance procurée par l'alpha est réelle sur longue période



V – Points forts de la stratégie Long/Short Equity

■ Points forts de la stratégie Long/Short Equity

à retenir

- **Bonne liquidité des fonds** (les investissements sont liquides). C'est l'une des meilleures parmi les différentes stratégies de hedge funds,
- la **valorisation** des fonds est **simple**: prix officiels et transparents,
- le levier est **simple, direct et limité**,
- **protection** à la baisse et **participation** à la hausse des actions.

V – Points forts de la stratégie Long/Short Equity

■ Points forts de la stratégie Long/Short Equity

Identification des périodes de hausse et de baisse des actions sur 10 ans vs les performances de la stratégie et de l'indice S&P:

Period	Bull / Bear Market	Equity LS Returns	S&P 500 Returns	Spread (bps)
Jan 00 - Mar 03	Bear	3%	-39%	4200
Apr 03 - Jun 07	Bull	71%	64%	700
Jul 07 - Feb 09	Bear	-27%	-49%	2200
Mar 09 - Dec 09	Bull	25%	40%	-1500

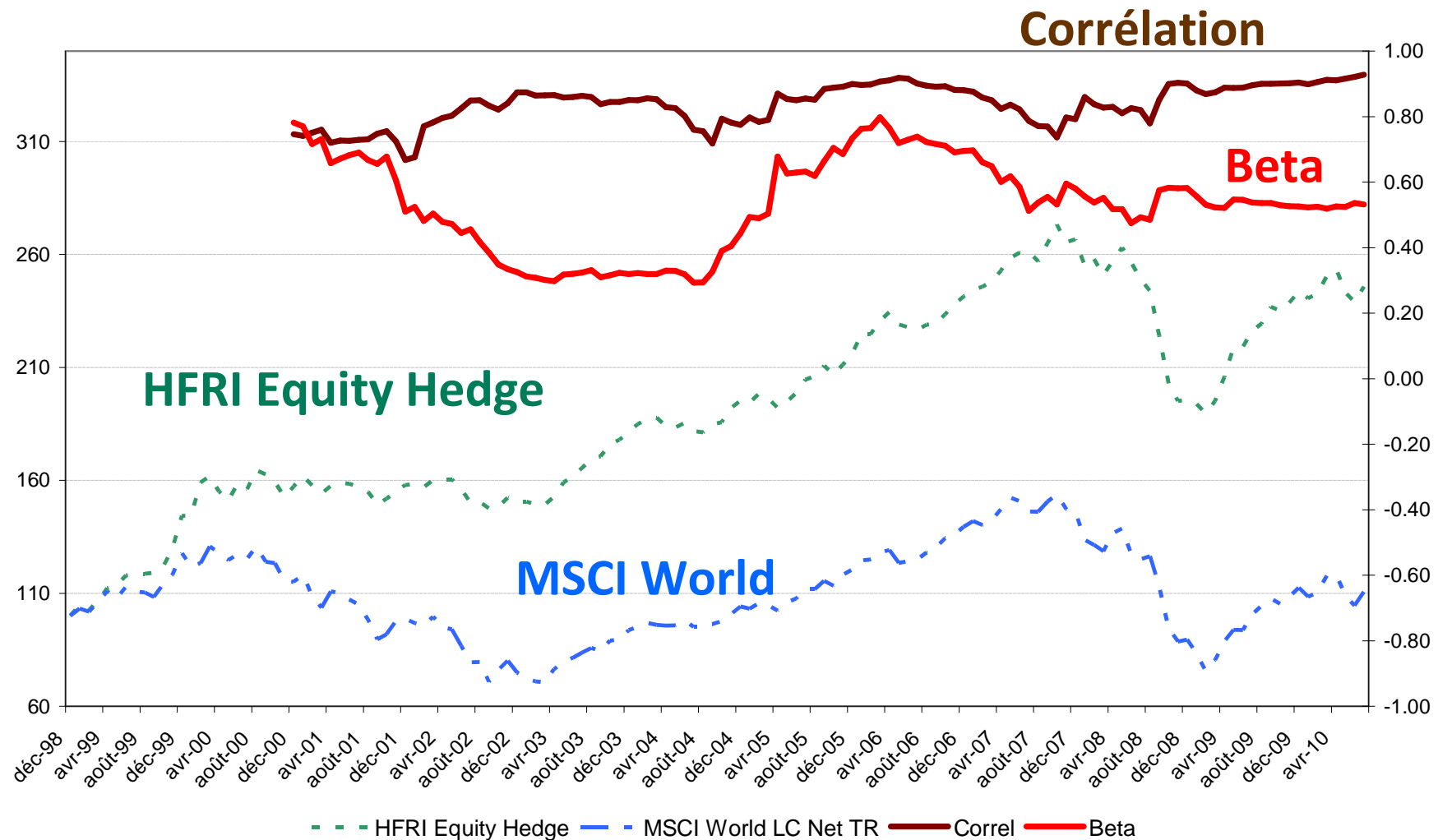
Source: HFR, Barclays Capital Analysis



En perdant beaucoup moins à la baisse que les marchés, la stratégie long short actions **compense sa perte plus rapidement, et bat largement les actions** sur presque tous les cycles avec une volatilité beaucoup plus faible.

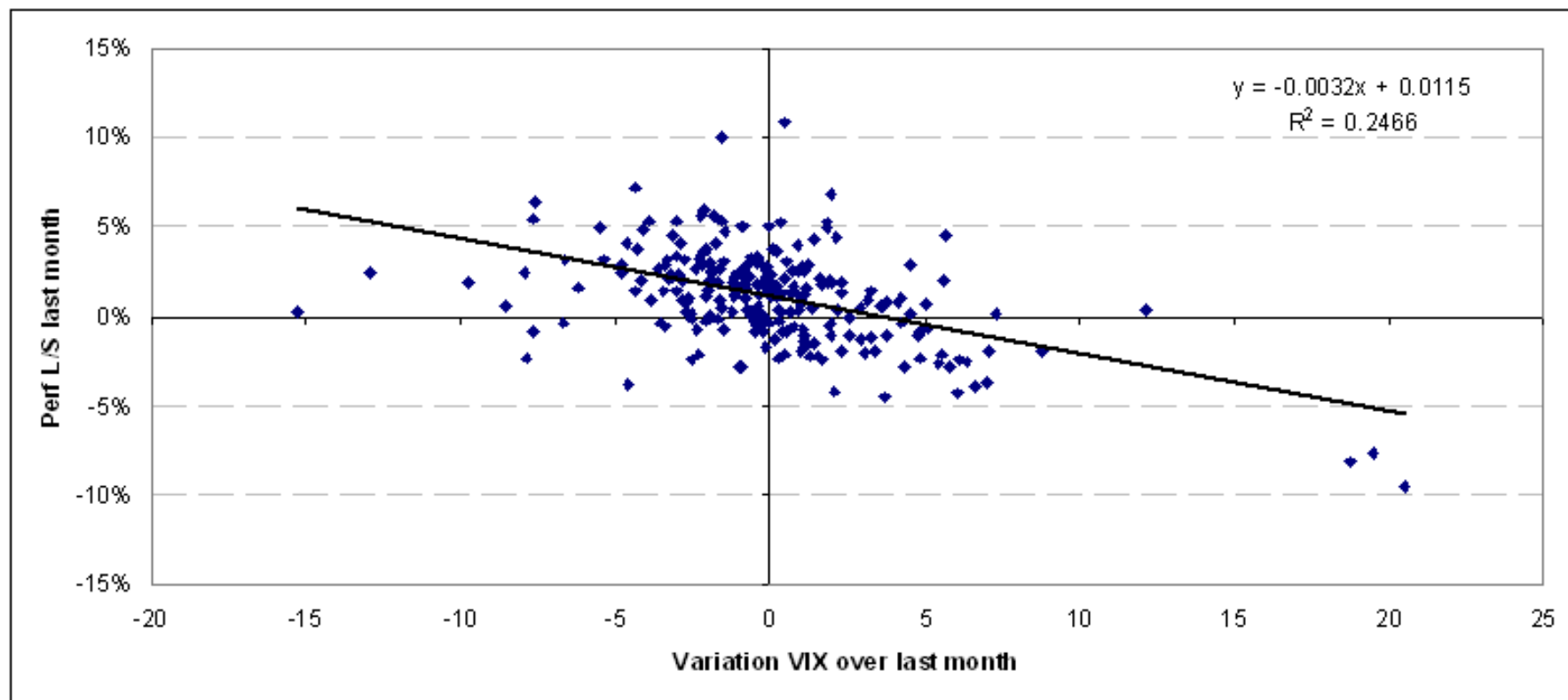
VI – Points faibles de la stratégie Long/Short Equity

- Il existe une **corrélation** de la performance avec celle des marchés actions, mais la corrélation n'est pas le beta et celui-ci est assez faible



VI – Points faibles de la stratégie Long/Short Equity

- **Les chocs à la hausse de la volatilité** sont préjudiciables (perte de rationalité des intervenants, chute de la liquidité des marchés)

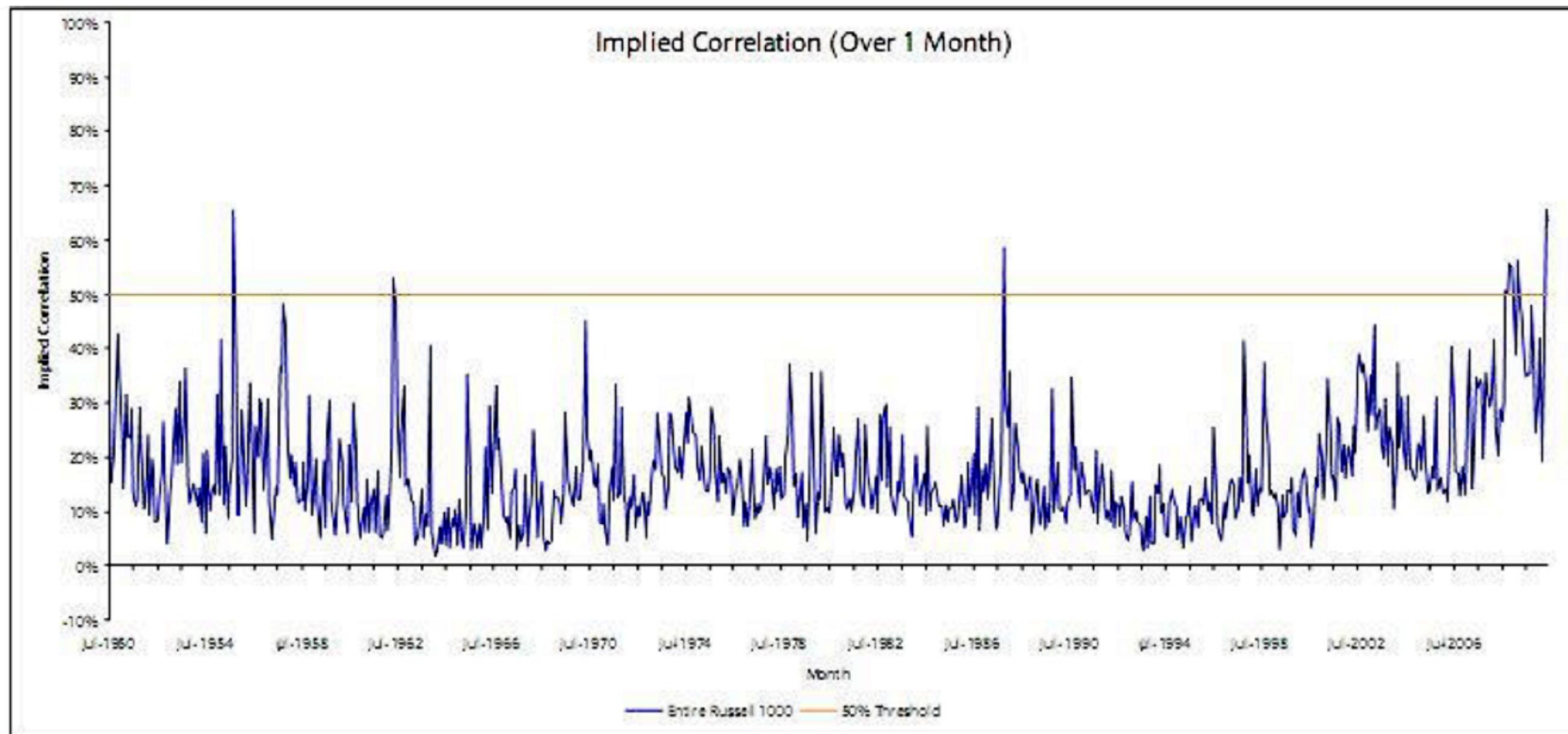


- Le VIX explique bien le comportement des Long/Short Equity, a posteriori. On retrouve clairement le risque de contre-performance de la stratégie lorsque la volatilité augmente et notamment lorsque celle-ci dépasse un certain seuil.

VI – Points faibles de la stratégie Long/Short Equity

- Une trop forte corrélation entre les actions ou les secteurs est préjudiciable.

En effet, si tous les titres montent et baissent en même temps, sans différenciation, peu d'écart se créent entre les titres, et donc les opportunités d'acheter une valeur pour en vendre une autre sont plus rares



Source: Barclays Capital Quantitative Equity Strategies

VII – Synthèse

Arguments positifs

- 😊 Univers d'investissement très large
- 😊 Diversité géographique, sectorielle, tailles de capitalisation
- 😊 Sous jacents transparents et liquides
- 😊 Peu de risque de contrepartie (sauf prêt de titres)
- 😊 Attirent les meilleurs experts/analystes fondamentaux
- 😊 Bonne traçabilité de la performance (beta+alpha)
- 😊 Surperforment dans les régimes de faible et moyenne volatilité
- 😊 Surperforment les autres stratégies alternative dans les marchés bull, bénéficient du beta
- 😊 Création d'alpha en l'absence de tendance
- 😊 Risques extrêmes limités
- 😊 Peu de levier
- 😊 Liquidité souvent mensuelle

Arguments négatifs

- 😞 Mono classe d'actif
- 😞 Biais directionnel = performances stables ou négative en marchés baissiers
- 😞 Exposés aux chocs de volatilité
- 😞 Sous performe en régime de forte volatilité ou de faible dispersion
- 😞 Small caps illiquides
- 😞 Risques de concentration sectorielle, thématique, géographique
- 😞 Approche souvent MT à LT basé sur de l'analyse fondamentale, peu de traders
- 😞 Short « single stocks » parfois difficile (absence de prêteurs)
- 😞 Vision macro souvent absente

VIII – Valeur ajoutée du LS dans un portefeuille d'une caisse de Pension

Période 2001 -2010

	Cas 1		Cas 2		Cas 3	
Perf annuelle moyenne	4,56%	→	4,75%	→	5,00%	
Volatilité	5,89%	→	5,08%	→	4,94%	
Perte Maximun	17,93%	→	15,08%	→	13,75%	
Effcience : perf/vol	0,77		0,93		1,01	
	Asset class		%		%	
4%	Liquidités		4,00		4,00	
35%	Obligations CHF		25,00		25,00	
	Obligations monnaies étrangères		10,00		10,00	
33%	Actions Suisses		18,00		13,00	
	Actions Europe ex UK/CH		4,00		3,00	
	Actions Grande Bretagne		4,00	25%	3,00	
	Actions Amérique du Nord		4,00		3,00	
25%	Actions marchés émergentes		3,00		3,00	
	Immobilier Suisse		25,00	25%	25,00	
	HF Macro		0,00	→	2,00	
	HF Action long short	→	8%	8,00	8%	3,00
	HF CTA		0,00	→	3,00	
3%	Matières premières		3,00		3,00	
	100,00		100,00		100,00	

MERCI DE VOTRE ATTENTION

HDF

Contact Suisse :
Alexandre POISSON
Directeur Général
HDF International SA
10, quai de la Poste
BP 5821 CH 1211 Genève
apoisson@hdf-intl.com
Tel : 022.311.2626