



JUIN 2006 NUMÉRO 1



Stratégie d'actions neutre au marché

Si elle est bien gérée, la stratégie d'actions neutre au marché devrait procurer un rendement supérieur à celui des placements liquides, tout en étant dans une large mesure imperméable à l'évolution du marché.

En quoi consiste cette stratégie?

Les fonds de couverture neutres au marché achètent des actions (position longue) et en *vendent à découvert (position courte)* en vue d'arriver à une exposition au marché nulle et d'obtenir un rendement positif, quelle que soit la direction prise par le marché. L'expression « neutre au marché » recoupe diverses stratégies dont le degré de volatilité varie et qui visent principalement à s'assurer que l'exposition au marché des actions demeure nulle. Savamment gérée, cette stratégie devrait procurer un rendement supérieur à celui des placements liquides (p. ex. les bons du Trésor ou les placements à taux *LIBOR*), tout en étant en grande partie indépendant de l'évolution du marché. Par conséquent, le rendement lié à la sélection des titres devrait être la valeur ajoutée par le gestionnaire.

Un portefeuille neutre au marché vise à tirer parti de l'inefficience du marché des actions en conservant simultanément des positions longues *et* des positions courtes représentant sensiblement le même montant¹. Il s'agit d'acheter des titres attrayants – les positions *longues* – et de vendre à découvert des titres peu intéressants – les positions *courtes*. L'écart de rendement entre les positions longues et les positions courtes, et les *intérêts sur le produit de la vente d'actions à découvert*, constitue le gros du rendement obtenu au moyen de cette stratégie, qui peut être considérée comme le prolongement naturel de la gestion sans vente à découvert, car elle est généralement axée sur les facteurs fondamentaux associés à la sélection de titres au cas par cas.

À l'échelle mondiale, la diversité des marchés d'actions et des secteurs d'activité permet une multitude de permutations et de combinaisons d'univers dans le cadre de la stratégie d'actions neutre. De plus, les données sur les marchés des actions étant très accessibles dans les pays développés, les gestionnaires peuvent recourir à des algorithmes mathématiques de pointe et à des modèles de tests rigoureux fondés sur les historiques des cours.

Note sur les termes clés : Les termes clés, en italique et soulignés dans le texte, sont définis dans le glossaire (page 12).

¹ La vente de titres à découvert est expliquée dans ses grandes lignes dans l'étude d'AIMA Canada, *An Overview of Short Stock Selling*. La stratégie d'actions neutre est également analysée en profondeur dans une autre étude d'AIMA Canada, *Long/Short Equity Strategy*.

Comment fonctionne la stratégie d'actions neutre au marché

En général, cette stratégie consiste à apparier des positions longues et des positions courtes en actions relativement sous-évaluées et surévaluées et à les conserver. Le gestionnaire qui adopte cette stratégie cherche à obtenir un rendement positif, que le marché soit haussier ou baissier, en prenant un grand nombre de positions longues et de positions courtes de manière que l'exposition nette au marché soit nulle. La neutralité peut être fondée sur les facteurs suivants : le montant, le bêta, le pays, la monnaie, le secteur, la capitalisation boursière, le style (valeur ou croissance), d'autres facteurs ou une combinaison de ces facteurs.

La stratégie d'actions neutre au marché se déroule en trois grandes étapes :

1. **Choix de l'univers** : L'univers englobe les actions, les secteurs et les places boursières qui peuvent être inclus dans le portefeuille. Le gestionnaire choisit l'univers en fonction de ses compétences de base. Par exemple, le portefeuille sera vraisemblablement concentré dans l'énergie si le gestionnaire a une vaste expérience de ce secteur. Les titres sélectionnés doivent être assez liquides de manière qu'il puisse prendre et liquider rapidement des positions. De plus, il doit être en mesure de vendre des titres à découvert, et le coût d'emprunt doit être raisonnable.
2. **Établissement d'une prévision** : En général, les gestionnaires de fonds de couverture qui adoptent la stratégie d'actions neutre au marché utilisent un modèle exclusif de négociation pour simuler des transactions. Les algorithmes devraient indiquer le rendement et le risque prévus, et calculer le profil de risque/rendement net en fonction des coûts d'exécution.
3. **Élaboration du portefeuille** : Dans le cadre de l'élaboration du portefeuille, le gestionnaire attribue des coefficients de pondération (positifs et négatifs) à chaque titre de l'univers. Différentes techniques, alliant généralement l'art et la science, peuvent être employées pour constituer le portefeuille. C'est également à cette étape que l'on doit se pencher sur la gestion du risque, par exemple déterminer l'exposition maximale à un titre ou à un secteur en particulier, ainsi que le niveau d'emprunt approprié².

² Dans un portefeuille d'actions neutre au marché, l'*exposition brute au marché* est généralement de 200 % (positions longues de 1 \$ + positions courtes de 1 \$ = 2 \$), alors que l'exposition nette est nulle. On présume que ce portefeuille est *sans levier*. Cependant, une *exposition brute* de 300 % (positions longues de

Techniques utilisées pour mettre en œuvre la stratégie d'actions neutre au marché

On peut employer deux techniques de base dans le cadre de la mise en œuvre de la stratégie : l'arbitrage *statistique* et l'arbitrage *fondamental*. De nombreux gestionnaires combinent les deux techniques avec succès selon la conjoncture du marché ou leur expertise³.

Arbitrage statistique

L'arbitrage statistique consiste à exécuter des opérations à court terme à partir de modèles d'*analyse technique* et quantitative permettant de déceler les possibilités de bénéfice. En général, un type donné d'arbitrage est énoncé sous forme d'hypothèse, exprimé formellement dans un ensemble de règles de négociation et testé au moyen de données chronologiques. Le gestionnaire espère ainsi élaborer une méthode constante et statistiquement significative afin de cerner les possibilités de bénéfice. Ses détracteurs qualifient cette stratégie de « boîte noire », en raison de son manque de transparence.

Voici trois techniques types d'arbitrage statistique :

1. **Transactions en paire** : Le gestionnaire achète et vend simultanément à découvert des actions de sociétés du même secteur d'activité ou groupe d'homologues. Les corrélations types sont mesurées et les positions sont prises lorsque les cours sont à l'*extérieur* de la fourchette normale. Les positions peuvent être pondérées de manière que le portefeuille soit neutre en dollars, en bêta ou en volatilité. Les positions sont fermées lorsque les cours reviennent à la normale ou lorsque les ordres stop sont exécutés. Lorsque plusieurs transactions en paire sont exécutées, le portefeuille est diversifié de manière à réduire le risque inhérent à un titre.
2. **Achat de titres d'une société et vente à découvert de titres d'une de ses filiales (« stub trading »)** : Ces positions sont prises simultanément en fonction des écarts à court terme

1,50 \$ + positions courtes de 1,50 \$) dénote un portefeuille *avec levier*. AIMA Canada a résumé dans une autre étude (*Un aperçu de la notion de levier*) les principaux types de levier et définitions utilisés dans les différentes stratégies de fonds de couverture.

³ Les approches de base s'articulent autour de l'axe *analyse technique/analyse fondamentale*, bien que des différences puissent être observées. Par exemple, certains gestionnaires mettent l'accent sur la neutralité des facteurs et tentent de prédire le retour des cours à la moyenne (arbitrage statistique), tandis que d'autres gestionnaires cherchent surtout à exploiter la prévisibilité des facteurs (stratégie d'actions neutre au marché). Ces deux approches peuvent être alliées à l'analyse technique ou à l'analyse fondamentale.

entre la valeur au marché et la valeur nominale des participations. Les positions sont généralement pondérées en fonction du pourcentage du capital détenu.

3. Transactions portant sur des classes multiples :

Cela consiste à acheter et à vendre à découvert simultanément différentes classes d'actions d'une même société, généralement des actions avec droit de vote et des actions sans droit de vote, ou des actions à droit de vote multiple et des actions à droit de vote simple. Sensiblement comme pour les transactions en paire, les corrélations types sont mesurées, et les positions sont prises lorsque les cours sont à l'extérieur de la fourchette normale.

En général, le levier utilisé pour l'arbitrage statistique est plus important que pour l'arbitrage fondamental et varie en fonction du nombre de positions en portefeuille, du degré de liquidité souhaité et du budget de risque.

Arbitrage fondamental

L'arbitrage fondamental consiste principalement à se constituer des portefeuilles de titres de certains secteurs, plus exactement à acheter les actions des meilleures sociétés et à vendre à découvert les titres des sociétés qui présentent des signes de faiblesse. L'analyse est en grande partie fondamentale et est *moins* quantitative que l'analyse effectuée dans le cas de l'arbitrage statistique. Toutefois, certains gestionnaires ont recours à des indicateurs techniques et à des indicateurs de la poussée des cours (p. ex. moyennes mobiles, vigueur relative et volumes de négociation) pour prendre leurs décisions.

Les facteurs fondamentaux utilisés dans l'analyse sont les ratios d'évaluation (p. ex. cours/bénéfice, cours/marge brute d'autofinancement, cours/bénéfice avant intérêts et impôts, cours/valeur comptable), la valeur actualisée nette, le rendement des fonds propres, les marges d'exploitation et d'autres indicateurs. Le taux de rotation du portefeuille est généralement plus bas que celui de l'arbitrage statistique, car les signaux sont plus forts, mais varient moins souvent. Comme nous l'avons mentionné précédemment, le levier est plus faible avec l'arbitrage fondamental du fait que le portefeuille compte moins de titres que le portefeuille d'arbitrage statistique.

Les sources de rendement

Les gestionnaires qui adoptent la stratégie d'actions neutre au marché mettent à profit leurs compétences et leur expérience afin de déceler les inefficiences du marché des actions. Suivant l'hypothèse de base inhérente à cette stratégie, qui va directement à l'encontre

de l'*hypothèse de l'efficience du marché*, la valeur relative des actions présente des anomalies à court terme, qui se corrigent à long terme. Étant donné qu'elle repose souvent sur des modèles complexes pour déceler l'inefficience de la valorisation, la stratégie d'actions neutre au marché pourrait mériter une prime de « complexité ». Les modèles efficaces affichent un rendement soutenu, dans la mesure où ils ne sont pas copiés par des concurrents.

Les facteurs suivants contribuent aux différentes sources de rendement associées à la stratégie d'actions neutre au marché :

1. **Absence de contrainte relative à l'indice :** La stratégie d'actions neutre au marché est libre des contraintes auxquelles sont habitués les participants qui achètent des titres pour les conserver. Vendre un titre à découvert ne revient pas à exclure un titre de l'indice de son portefeuille, car la pondération de la position courte est limitée uniquement par l'exactitude des prévisions du gestionnaire, sa confiance et sa capacité de compenser le risque de marché par une ou plusieurs positions longues.
2. **Inefficience de la vente à découvert :** La vente de titres à découvert peut être très inefficace. Malgré la croissance phénoménale des fonds de couverture, les ventes à découvert totales conclues à la Bourse de Toronto (TSX) représentent 1,25 % de la capitalisation boursière, et les positions sont prises et liquidées un à deux jours plus tard⁴.
3. **Arbitrage temporel :** La stratégie d'actions neutre au marché amène les opérateurs à court terme à réaliser un arbitrage temporel aux dépens des investisseurs à long terme. À la faveur d'une plus grande rotation des actions et de signaux plus fréquents, le gestionnaire qui adopte cette stratégie peut souvent damer le pion à l'investisseur qui achète des actions dans une optique à long terme.
4. **Possibilité d'un rendement actif supérieur :** La stratégie d'actions neutre au marché permet de doubler l'exposition au marché du fait qu'une position longue est *juxtaposée* à une position courte. Chaque fois qu'il investit un dollar, le gestionnaire a au moins deux dollars en jeu (position longue de 1 \$ + position courte de 1 \$ = *exposition brute au marché* de 2 \$ [ou 200 %], l'*exposition nette au marché* étant presque nulle). Par conséquent, il a la possibilité d'obtenir un rendement actif supérieur à celui du gestionnaire qui prend uniquement des

⁴ Source : Bourse de Toronto (décembre 2005).

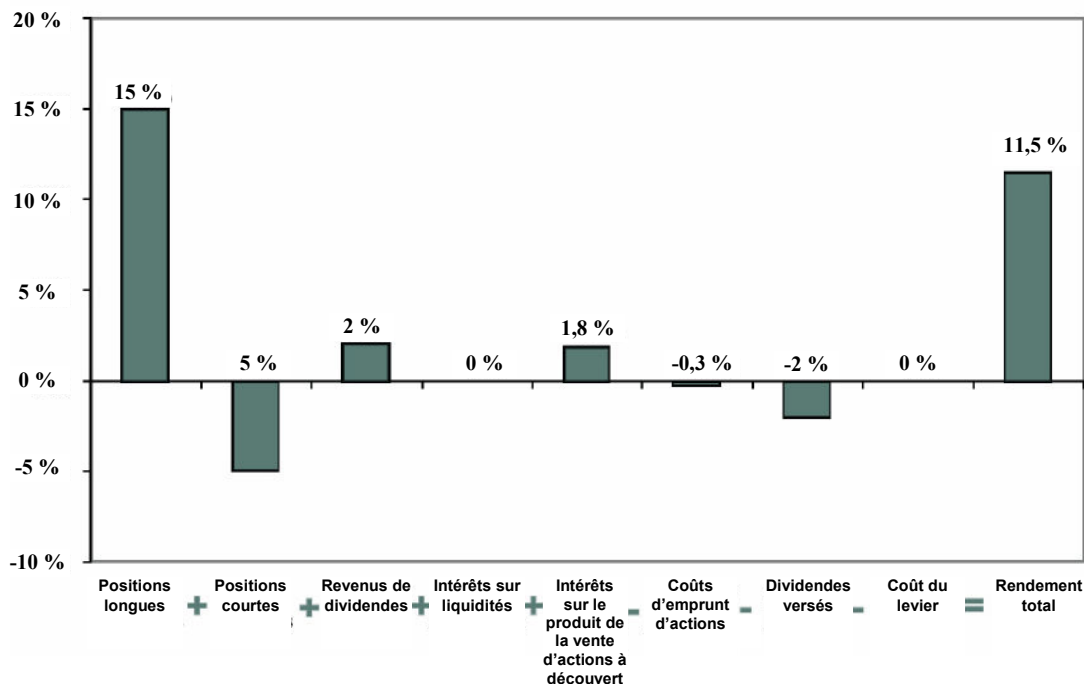
positions longues.

5. **Gestion de la volatilité** : Une optimisation intégrée permet d'exploiter la corrélation entre les titres d'un indice. Selon la dispersion des rendements des actions (une dispersion élevée est préférable), on peut réduire considérablement le risque en modifiant systématiquement la pondération des positions de manière à tirer profit d'une volatilité nulle (en d'autres termes, on peut tenir compte de la volatilité des positions longues et des positions courtes et de leur covariance respective de manière que la volatilité du portefeuille soit adaptée au budget de risque). Par conséquent, grâce à la stratégie d'actions neutre au marché, il est possible d'accroître nettement la valeur en réduisant ou en adaptant la volatilité. La réduction de la volatilité ouvre la voie à l'utilisation du levier, qui est une source de rendement.

6. **Possibilité de bénéfice quelle que soit la conjoncture du marché** : En gérant un portefeuille à volatilité relativement fixe, le gestionnaire qui adopte la stratégie d'actions neutre au marché peut être avantagé par rapport au gestionnaire qui prend uniquement des positions longues. On pourrait soutenir que ce dernier est avant tout un gestionnaire qui *prend des risques*, au gré de la volatilité et des variations des rendements des actions, alors que celui qui s'en tient à une stratégie d'actions neutre au marché cherche principalement à *gérer les risques* au moyen de modèles flexibles, et peut investir la totalité de l'actif quelle que soit la conjoncture du marché.

La figure 1 met en relief les sources de rendement habituellement associées à la stratégie d'actions neutre au marché, qui renvoient aux facteurs susmentionnés. (Ces sources de rendement sont expliquées dans les notes, à la page suivante.)

Figure 1 : Stratégie d'actions neutre au marché – exemple de répartition du rendement (sans levier)





Notes de la figure 1 : Stratégie d'actions neutre au marché – exemple de répartition du rendement (sans levier)

Remarque : Nous avons simplifié la répartition du rendement afin de faire ressortir les principaux concepts. Nous avons pris pour hypothèses une position longue de 1 \$, une position courte de 1 \$ et un rendement du marché de 10 %. Aucun levier n'a été utilisé dans l'exemple. Ce type de portefeuille est généralement moins volatil qu'un portefeuille constitué uniquement de positions longues.

Rendement des positions longues et des positions courtes : Gain ou perte en capital, réalisé ou non réalisé, attribuable à des positions longues et des positions courtes sur diverses actions.

+ **Revenu de dividendes (positions longues) :** Dividendes procurés par les positions longues sur actions.

+ **Intérêts sur liquidités :** Si l'*exposition brute au marché* est faible, le solde des liquidités excédentaires génère des intérêts (p. ex. la position longue de 0,80 \$ et la position courte de 0,80 \$ se traduisent par une *exposition nette au marché* nulle, une exposition brute au marché de 1,60 \$ et un solde de liquidités de 0,20 \$).

+ **Intérêts sur le produit de la vente d'actions à découvert :** Une vente d'actions à découvert est généralement exécutée comme suit : on emprunte des actions, on les vend à découvert, on reçoit un montant d'argent en échange des actions, on touche les intérêts générés par le produit de la vente, on rachète les actions et on remet les actions au prêteur. Les intérêts varient en fonction du taux du marché (le taux au jour le jour du courtier, soit le taux de base moins 50 à 75 points).

- **Coût d'emprunt d'actions :** Le fonds d'actions neutre au marché doit emprunter des actions pour exécuter la vente à découvert. Le fonds verse généralement au prêteur des intérêts calculés au moyen d'un taux nominal, qui s'applique à la valeur totale des actions empruntées et à la durée de l'emprunt. L'offre d'un titre donné influe sur le coût d'emprunt, le taux applicable aux actions illiquides peu échangées étant souvent majoré.

- **Dividendes versés (positions courtes) :** Le fonds d'actions neutre au marché qui prend une position courte sur un titre qui verse des dividendes doit payer au prêteur un montant équivalant aux dividendes qu'il aurait touchés.

- **Coût du levier (prêt sur marge) :** Si le gestionnaire utilise un levier (prêt sur marge) pour augmenter les positions longues au-delà de 1 \$, le fonds doit verser au courtier principal des intérêts débiteurs⁵. (Remarque : Un effet de levier de 1 à 3 fois l'actif peut s'appliquer à la totalité de la position, selon la volatilité souhaitée. Par conséquent, le rendement total dépend du montant et du coût du levier utilisé. Le coût général des prêts sur marge varie souvent selon le territoire.)

= **Rendement total (rendement brut avant les frais)**

⁵ L'étude d'AIMA Canada, *The Role of a Prime Broker*, fait un survol des fonctions générales du courtier principal.



Principaux facteurs de risque inhérents à la stratégie d'actions neutre au marché

1. **Non-appariement fortuit en bêta** : Les positions longues et les positions courtes en actions peuvent être neutres en dollars, *sans* être neutres en bêta. Les réactions aux importantes fluctuations du marché sont donc imprévisibles, car les deux composantes du portefeuille n'évolueront pas de la même façon.
2. **Non-appariement fortuit en d'autres facteurs** : Un écart considérable peut être observé entre les composantes du portefeuille relativement à d'autres facteurs importants (p. ex. la liquidité, la rotation de l'actif, le style [valeur ou croissance], la capitalisation boursière). Là encore, les deux composantes du portefeuille ne réagiront pas de la même façon aux soubresauts du marché. Les outils de gestion du risque peuvent aider le gestionnaire à contrôler ces non-appariements.
3. **Levier** : Une période prolongée de faible volatilité ou de rendement positif peut inciter le gestionnaire à recourir au levier au-delà des paramètres du risque de la stratégie. Une position supérieure à 5 % du capital, un faible ratio de rotation de l'actif ou l'absence d'un cadre de gestion du risque peuvent entraîner un recul important du fonds. Cependant, l'utilisation d'un levier *n'est pas*, en soi, un facteur de risque. La plupart des portefeuilles d'actions neutres au marché ont une *exposition brute au marché* de 200 %, bien que les grands portefeuilles mondiaux comptant des centaines de positions puissent recourir au levier avec une *exposition brute* de 300 à 400 % (positions longues de 1,5 \$ à 2 \$ + positions courtes de 1,50 \$ à 2 \$).
4. **Risque de modèle** : Les risques auxquels le modèle est exposé (dans des limites raisonnables) doivent être évalués afin que les prévisions ne soient pas faussées. Il convient également de tenir compte des questions pratiques d'exécution. Par exemple, même si le modèle indique qu'un certain titre devrait être vendu à découvert à un moment donné, cela pourrait être *impossible* en raison de la *règle de la transaction sur hausse* (« *Uptick Rule* »). Enfin, le modèle peut perdre de son efficacité si la conjoncture du marché change.
5. **Variations de la volatilité** : La volatilité totale du portefeuille neutre au marché dépend de la volatilité de chaque position. Par conséquent, le gestionnaire doit évaluer avec soin la volatilité de chaque position longue et position courte, les relations qui existent entre elles, ainsi que les opérations dans le contexte du portefeuille.
6. **Faiblesse des taux d'intérêt** : Le produit de la vente à découvert constitue une partie du rendement obtenu dans le cadre de la stratégie d'actions neutre au marché. Donc, une baisse des taux d'intérêt intensifie la pression sur les autres sources de rendement⁶.
7. **Augmentation des coûts d'emprunt d'actions** : Pareille hausse entrave l'exécution de ventes d'actions à découvert et, par conséquent, le recours à la stratégie d'actions neutre au marché.
8. **Hausse subite du cours** (« *short squeeze* ») : Si la position est très courte, une hausse subite du cours amène les opérateurs à se précipiter pour couvrir leurs positions, ce qui fait grimper davantage le titre.
9. **Risque de contrepartie** : Dès qu'il est question de fonds de couverture, il est essentiel de pouvoir compter sur des intermédiaires mondiaux de calibre supérieur. Dans le cadre d'une stratégie d'actions neutre au marché, un courtier principal efficace qui connaît bien le marché du gestionnaire facilite la bonne

⁶ Le gestionnaire qui adopte la stratégie d'actions neutre au marché devrait toujours évaluer le rendement par rapport aux bons du Trésor; toutefois, une hausse ou une baisse des taux ne devraient pas influencer sur le risque et le rendement actifs.



exécution des ordres et l'obtention des prêts d'actions. Un grand courtier principal reposant sur des assises financières solides aide le gestionnaire à minimiser le risque de contrepartie.

10. Risque de change : L'achat et la vente d'actions libellées dans des monnaies différentes pour un fonds neutre au marché peuvent engendrer un risque de change⁷. Le coût de la couverture ou de l'absence de couverture peut avoir une grande incidence sur le rendement.

11. Risque lié à l'absence de rééquilibrage : Enfin, le succès de la stratégie d'actions neutre au marché passe par un rééquilibrage constant du portefeuille en fonction de la conjoncture du marché. L'absence de rééquilibrage constitue donc un risque important inhérent à cette stratégie.

Rendement antérieur de la stratégie d'actions neutre au marché

Le tableau 1 montre que, pour la période de janvier 1990 à décembre 2005, les fonds de couverture gérés suivant la stratégie d'actions neutre au marché ont affiché un rendement similaire à celui des actions et une volatilité semblable à celle des obligations. On pourrait soutenir que leur rendement corrigé du risque (l'écart type servant de mesure du risque) a été supérieur à celui des actions *et* des obligations. De l'avis de certains analystes, ces fonds ont surpassé les autres fonds de couverture au chapitre du rendement corrigé du risque, et leur rendement se rapproche le plus de la distribution normale⁸.

Seulement deux statistiques du tableau 1, le *ratio de Sharpe* et le *ratio oméga*, nous renseignent sur le

rendement *et* le risque. Le ratio oméga est similaire au ratio de Sharpe en cela qu'il s'agit d'une fonction de classement (un ratio plus élevé est préférable); toutefois, ce ratio *ne diminue pas* lorsque la volatilité augmente, et reflète tous les moments de la distribution, y compris la *distribution asymétrique* et l'*aplatissement*. En clair, le ratio de Sharpe représente le rendement excédentaire par unité de volatilité et le ratio oméga est un classement des différents rendements obtenus lorsque le seuil désiré est atteint ou excédé (en l'occurrence 0,4 % par mois). Lorsque la distribution est normale, le ratio oméga et le ratio de Sharpe s'équivalent à la valeur du taux sans risque. Les valeurs de ces ratios présentées au tableau 1 révèlent que la stratégie d'actions neutre au marché (arbitrage fondamental *et* arbitrage statistique) permet d'obtenir un meilleur rendement corrigé du risque que celui des indices boursiers et obligataires américains.

⁷ Il est parfois possible de minimiser le risque de change. Par exemple, si un portefeuille neutre au marché renferme des actions canadiennes et que le gestionnaire achète et vend des actions américaines, le produit de la vente à découvert en dollars américains finance généralement des positions longues dans cette monnaie, de sorte que le risque de change peut être minime. Des dollars américains peuvent être nécessaires pour la couverture, bien que des garanties en dollars canadiens puissent être déposées. Dans ce contexte, le risque de change est lié au bénéfice/perte du portefeuille.

⁸ Voir *An Approach to the Non-normal Behavior of Hedge Fund Indices using Johnson Distributions*, Pedro Perez (septembre 2004), communication présentée au Département Finance de l'ESSEC, de Paris, et soumis pour publication.



**Tableau 1 : Fonds d'actions neutres au marché (ANM) – comparaison du rendement (en \$US)
De janvier 1990 à décembre 2005**

Statistiques clés	Indice HFR ANM (arbitrage fondamental)	Indice HFR ANM (arbitrage statistique)	S&P 500	Indice obligataire global Lehman
Rendement composé annualisé	9,1 %	8,6 %	10,5 %	7,4 %
Écart type annualisé	3,1 %	3,9 %	14,4 %	3,9 %
Baisse maximale	-2,7 %	-5,4 %	-44,7 %	-5,1 %
Gain maximal sur un mois	3,6 %	4,5 %	11,4 %	3,9 %
Perte maximale sur un mois	-1,7 %	-2,7 %	-14,5 %	-3,4 %
Ratio de Sharpe annualisé	1,5	1,1	0,5	0,8
Ratio oméga avec seuil mensuel de 0,4 %	2,9	2,0	1,4	1,6

Source : Hedge Fund Research Inc. (HFRI); le rendement des fonds de couverture est net des frais.

Remarque : Le ratio de Sharpe est calculé à partir du rendement des bons du Trésor américain à 91 jours pour la période.

Exemple concret de stratégie d'actions neutre au marché

Tableau 2 : Exemple de stratégie d'actions neutre au marché (sans levier)

Contexte : Le gestionnaire prend une position longue de 1 000 000 \$ sur la Société minière A (bêta de 1,2) et une position courte de 1 200 000 \$ sur la Société minière B (bêta de 1); hypothèse : capital de 1 000 000 \$. Le rendement en dividendes de la Société minière A et de la Société minière B est de 1 %. L'opération est neutre en bêta. Le gestionnaire conserve les positions pendant un an. Durant cette période, le cours du titre de la Société minière A augmente de 30 %, ce qui se traduit par un gain de 300 000 \$ et celui des actions de la Société minière B, de 12,5 %, soit une perte de 150 000 \$. On présume que les coûts du compte sur marge sont de 3 % par année.

1. Calcul du rendement total

Source de rendement	Coût de base	Produit à la sortie	Rendement (\$)	Hypothèses/Notes
Position longue : Société minière A	1 000 000 \$	1 300 000 \$	300 000 \$	50 000 actions achetées au cours de 20 \$; bêta = 1,2
Position courte : Société minière B	(1 200 000 \$)	(1 350 000 \$)	(150 000 \$)	80 000 actions vendues à découvert au cours de 15 \$; bêta = 1
Revenu de dividendes (position longue)			10 000 \$	Rendement en dividendes de 1 % – Société minière A
Intérêts sur liquidités			0 \$	Pas de liquidité excédentaire
Intérêts sur le produit de la vente à découvert			18 000 \$	Taux de 1,5 % appliqué au produit de la vente à découvert, soit 1 200 000 \$
Coût d'emprunt des actions			(3 600 \$)	Taux de 0,3 % payé sur l'emprunt initial; valeur d'emprunt de 1 200 000 \$
Dividendes versés (position courte)			(12 000 \$)	Rendement en dividendes de 1 % – Société minière B
Coûts du compte de marge (position courte)			(10 800 \$)	Capital de 1 000 000 \$; Coût de la position longue = (1 000 000 \$); Coût de la position courte = marge de 360 000 \$ à 3 %; le coût est calculé comme suit : (1 560 000 \$) ⁹ + produit de 1 200 000 \$ = (360 000 \$); Marge nette utilisée = (1 000 000 \$) + (360 000 \$) + capital de 1 000 000 \$ = marge de (360 000 \$) à 3 %
				<u>Levier</u> : Aucun
Rendement total			151 600 \$	
Rendement (%)			15,2 %	151 600 \$/capital initial de 1 000 000 \$

⁹ 1 200 000 \$ x marge à découvert de 130 % = 1 560 000 \$.

II. Évaluation de l'exposition nette			
Détails	Au début de l'opération	À la fin de l'opération	Remarques
Exposition – position longue	100 %	130 %	Remarques sur l'exposition nette bêta-ajustée¹⁰ : <ul style="list-style-type: none"> • Début de l'opération : (exposition à la position longue de 100 % X bêta de 1,2) + (exposition à la position courte de 120 % X bêta de 1) = (120 % - 120 %) = 0 % • Fin de l'opération : (exposition à la position longue de 130 % X bêta de 1,2) + (exposition à la position courte de 135 % X bêta de 1) = (156 % - 135 %) = 21 %
Exposition – position courte	-120 %	-135 %	
Exposition nette	-20 %	-5 %	
Exposition brute	220 %	265 %	
Exposition nette bêta-ajustée	0 %	21 %	

III. Analyse des sources de rendement	
Source de rendement	Contribution
Position longue : Société minière A	30,0 %
Position courte : Société minière B	-15,0 %
Revenu de dividendes (position longue)	1,0 %
Intérêts sur liquidités	0,0 %
Intérêts sur le produit de la vente à découvert	1,8 %
Coût d'emprunt des actions	-0,3 %
Dividendes versés (à découvert)	-1,2 %
Coûts du compte sur marge (à découvert)	-1,1 %
Rendement total	15,2 %

Conclusion

Conscients du caractère dynamique des marchés, les gestionnaires qui adoptent la stratégie d'actions neutre au marché mettent à profit des méthodes mathématiques complexes afin d'analyser de nouvelles possibilités et d'améliorer leurs techniques. Cette stratégie est moins susceptible d'être vouée à l'échec en raison de la multitude d'univers d'investissement qui s'offrent à eux à l'échelle mondiale. L'abondance de données est propice à la réalisation de tests rigoureux et à l'élaboration de nouveaux algorithmes. Si les gestionnaires peuvent utiliser des techniques de pointe pour se donner une longueur d'avance, la stratégie est généralement axée sur les facteurs fondamentaux associés à la sélection de titres au cas par cas. Enfin, la liquidité des titres sous-jacents, la valorisation du portefeuille et la transparence font la force de la stratégie d'actions neutre au marché.

Chris Guthrie, CFA, président, Hillsdale Investment Management Inc.¹¹

¹⁰ Le gestionnaire ajusterait au besoin l'exposition nette pour s'assurer que le portefeuille demeure neutre en bêta. En fait, le processus de rééquilibrage du portefeuille visant à assurer la neutralité de tous les facteurs est essentiel à la réussite de la stratégie d'actions neutre au marché.

¹¹ Révisé par Jeremy Evnine, Evnine & Associates, Inc. et Jeffrey L. Skelton, Symphony Asset Management.



Glossaire des termes clés

Hypothèse de l'efficience des marchés : Théorie voulant que les cours des actions reflètent l'information dans son intégralité, de sorte qu'il est impossible de déjouer le marché.

Exposition brute au marché : Exposition à la position longue + (valeur absolue de l') exposition à la position courte. Par conséquent, le portefeuille neutre au marché type constitué d'une position longue de 1 \$ + une position courte de 1 \$ a une exposition brute au marché de 200 %, mais une exposition nette nulle. On présume qu'il s'agit d'un portefeuille sans levier.

LIBOR : Taux d'intérêt appliqué aux gros prêts interbancaires à court terme sur les marchés financiers internationaux (le taux des eurodollars). Ce taux sert de référence à d'autres taux à court terme.

Aplatissement (de la distribution théorique) : Une distribution normale a un coefficient d'aplatissement de 3,0, qui est souvent rajusté à 0,0 (« aplatissement excessif »). Par rapport à une distribution normale, une distribution kurtique est associée à une plus grande concentration d'observations dans le centre et les queues. Un degré élevé d'aplatissement suppose que les queues de la distribution ont plus de poids et que le centre en a moins, alors que c'est l'inverse pour un faible degré d'aplatissement. Un aplatissement marqué signifie que la variance s'explique davantage par de rares écarts extrêmes, par opposition à des écarts modestes fréquents.

Ratio oméga : Fonction de classement qui repose sur la distribution du rendement d'un actif. Ce ratio est calculé d'après un seuil et tient compte de tous les moments de la distribution, y compris de l'asymétrie et de l'aplatissement. Surtout, il établit une distinction entre la volatilité à la hausse et la volatilité à la baisse. Le ratio oméga est une mesure relative de la probabilité d'un rendement donné (p. ex. le rendement minimum acceptable). Plus sa valeur est élevée, plus il est probable que le rendement sera obtenu ou dépassé.

Ratio de Sharpe : Ratio calculé à partir des deux premiers moments de la distribution du rendement (la moyenne et la variance); il s'agit du ratio du rendement moyen moins le taux sans risque (rendement excédentaire)/écart type. Plus le ratio de Sharpe est élevé, plus le compromis entre le risque et le rendement est intéressant.

Intérêts sur le produit de la vente à découvert : Le fonds de couverture qui effectue une vente à découvert commence par emprunter les actions auprès d'un courtier principal (qui les a empruntées auprès d'un actionnaire). Le produit de la vente est généralement placé dans des bons du Trésor garantis par le courtier principal. La majeure partie des intérêts générés par ce placement est versée au fonds de couverture. (Remarque : Le fonds de couverture doit payer des dividendes à l'actionnaire qui a prêté les titres au courtier principal.)

Vendre à découvert : Emprunter des actions afin de les vendre sur le marché, de les racheter lorsque leur cours aura baissé et de les rendre à leur propriétaire.

Asymétrie (de la distribution théorique) : Une distribution ou un ensemble de données est symétrique si la partie gauche et la partie droite sont symétriques à la moyenne; en pareil cas, le coefficient d'asymétrie est de 0,0. Le coefficient est positif si les observations sont concentrées dans la partie droite de la distribution et négatif s'ils sont concentrées dans la partie gauche.

Analyse technique : Méthode utilisée pour établir des prévisions relatives aux cours des titres et à la direction du marché; elle s'appuie sur l'analyse de variables telles que le volume de négociation et ses variations, les variations des cours, les taux de variation, abstraction faite des facteurs fondamentaux du marché.

Règle de la transaction sur hausse (« uptick rule ») : En vertu d'une règle établie par les commissions des valeurs mobilières, on peut vendre un titre à découvert uniquement si la dernière variation du cours a été une hausse. Aux États-Unis, la vente à découvert est également autorisée si le cours est le même que dans le dernier ordre à lot régulier, mais est supérieur au dernier cours différent (« zero-plus tick »). Toutefois, au Canada, la vente à découvert est autorisée dans la mesure où le cours n'est pas inférieur au cours du dernier ordre à lot régulier.



Bibliographie

1. « Absolute Returns », Alexander Ineichen, John Wiley & Sons, 2003.
2. « Managing Risk in Alternative Investment Strategies », Lars Jaeger, Pearson Education Limited, 2002.
3. « Market Neutral Investing », BARRA RogersCasey Research Insights, 2000.
4. « The Jungles of Randomness: A Mathematical Safari », Ivars Peterson, John Wiley & Sons, 1998.
5. « An Approach to the Non-normal Behavior of Hedge Fund Indices using Johnson Distributions », Pedro Perez (septembre 2004), communication présentée au Département Finance de l'ESSEC, de Paris, et soumis pour publication.

Précisions sur la série de documents stratégiques :

- **Outil didactique** : Le présent document se veut uniquement un outil d'information et didactique. La plupart des exemples fournis ont été simplifiés afin de faire ressortir les concepts clés de la stratégie de négociation de fonds de couverture.
- **Données sur le rendement de la stratégie** : Les données sur la stratégie de fonds de couverture décrite dans le présent document sont sensibles à la *date de fin de période* et à la *période*. Celles que nous avons utilisées témoignent du rendement global de la stratégie durant la plus longue période disponible, à partir des données fournies par Hedge Fund Research Inc. (HFRI). Les conclusions pourraient être différentes si d'autres périodes et dates de fin de période étaient utilisées.
- **Rendement antérieur et futur** : Le passé *n'est pas* forcément garant de l'avenir. Certains renseignements présentés dans les pages qui précèdent ont été fournis par des tiers. Bien qu'ils soient réputés fiables, AIMA Canada n'est pas responsable de leur exactitude.
- **Dénégation de responsabilité** : AIMA, AIMA Canada, ses dirigeants, employés ou agents ne font aucune représentation ni n'offrent aucune garantie, expresse ou implicite, quant à la pertinence, à l'intégralité ou à l'exactitude du présent document. Aucune responsabilité n'est assumée par AIMA ou AIMA Canada, ses dirigeants, employés ou agents à l'égard de toute perte découlant de toute utilisation du présent document, ou autrement liée aux questions dont traite le présent document.