

NOUVEAUX PRODUITS

VONTOBEL: capped Units avec emprunts de référence

Les Capped Unit avec emprunt de référence permettent de participer à la performance du sous-jacent à concurrence du cap; en outre, ils offrent une protection conditionnelle du capital dépendante de l'emprunt de référence à l'échéance. L'ajout de l'emprunt de référence permet à l'investisseur de participer à 100% à la performance de l'indice. En souscription jusqu'au 27 janvier 2012, le Capped Unit (Symbole: VURSM), un produit Cosi, avec emprunt de référence sur General Electric (GE), émis au prix de 1000 francs, suit la performance du SMI avec un cap fixé à 125% du cours spot de référence. L'emprunt de référence GE paie un coupon de 2,875% échéance 27 février 2017. Le Capped Unit avec emprunt de référence CHF 3,25% Holcim 20 février 2017 (VURSI) est doté d'un cap de 130%, tandis que le Capped Unit EUR 4,125% Daimler 19 janvier 2017, émis au prix de 1000 euros, fixe également un cap de 130%. Ces données sont indicatives et seront fixées définitivement en date du 27 janvier 2012.

CLARIDEN LEU: BRC 10% Statoil, Telenor, Norsk Hydro

Clariden Leu met en souscription un nouveau convertible à barrière (BRC) sur des titres norvégiens (ISIN: CH14558768), à savoir Statoil, Telenor et Norsk Hydro. Le coupon est de 10% avec une barrière fixée à 59%. Dépendant de la performance des sous-jacents, 100% de la valeur nominale seront remboursés ou alors le sous-jacent ayant réalisé la performance la plus négative sera livré en fonction du rapport de conversion prédefini pour chaque sous-jacent. Le coupon sera payé dans tous les cas. Plus précisément, si durant la période d'observation, qui s'étend du 2 février 2012 au 4 février 2013, les barrières ne sont jamais atteintes ou franchies à la baisse, 100% de la valeur nominale ou 1000 couronnes norvégiennes seront remboursés par certificat. Si durant au moins une des barrières est atteinte ou franchie à la baisse et qu'au moins un des prix finaux d'évaluation est inférieur au prix d'exercice correspondant, c'est le sous-jacent qui présente la performance la plus négative entre la date de fixation et la date d'évaluation finale qui est livré.

CREDIT SUISSE: deep BRC 5% sur indices

Credit Suisse met en souscription jusqu'au 7 février un nouveau convertible à barrière (BRC) avec une barrière profonde à 39%, payant un coupon annuel de 5% et adossé aux indices SMI, S&P 500 et à l'Euro Stoxx 50, libellé en euros (ISIN: CH0138370512). «Le remboursement est de 100% par coupure à la date de remboursement si chaque indice de référence est cotée au-dessus de sa barrière respective pendant toute la durée de vie du certificat. Sinon, votre capital investi pourra être sujet à une perte», précise Credit Suisse. Le montant remboursé sera réduit de 1% pour chaque point de pourcentage perdu par l'indice de référence le moins performant par rapport à son niveau initial.

Les différentes mesures de risque

ALLOCATION D'ACTIFS. Les dangers liés à l'évolution politique dans l'eurozone restent prépondérants malgré des signes de stabilisation.

THIERRY COTTET*

Les récents résultats économiques semblent pointer vers une stabilisation de la crise et sont, à ce titre, encourageants. Inutile de préciser cependant que les risques restent prépondérants, surtout ceux liés aux développements politiques de la zone euro. La caractéristique principale demeure la fragilité des économies qui induit une vulnérabilité à des réactions négatives disproportionnées des marchés en cas de mauvaises nouvelles. Une stratégie de portefeuille positionnée pour résister aux événements extrêmes prend tout son sens dans ce contexte. Celle-ci comporte habituellement plusieurs volets dont la construction de l'allocation stratégique et la gestion active du risque. Seule l'allocation stratégique sera décrite ici.

Il faut tout d'abord se demander si le risque financier est bien décrit par le traditionnel écart-type des rendements. En effet cette mesure considère que les gains financiers, comme les pertes, augmentent le risque. Ceci est contrintuitif dans la mesure où des rendements élevés sont considérés comme des facteurs de risque. Il est par conséquent préférable d'utiliser des mesures du risque qui ne tiennent compte que des pertes comme, par exemple, la value at risk (VaR) ou le drawdown at risk (DaR). Nous préférons cette dernière surtout pour sa capacité à identifier les pertes durant toute la période d'investissement plutôt qu'uniquement à son terme.

La seconde question est de savoir s'il faut préférer une mesure de la perte maximale, comme le maxi-

QUELLE MESURE DE RISQUE POUR L'ALLOCATION D'ACTIFS?

	Rendement	Risque (écart-type)	MDD	Ratio de Calmar	Crise Russe LTCM	Crise technologique	Crise financière	Crise de la zone euro
Début de la période	Fév. 98	Fév. 98	Fév. 98	Fév. 98	Juil. 98	Mars 00	Juil. 07	Juin 11
Fin de la période	Nov. 11	Nov. 11	Nov. 11	Nov. 11	Oct. 98	Sept. 02	Fév. 09	Oct. 11
Nombre d'observations	165	165	165	165	3	30	19	4
Allocation Conservative	3.0%	3.9%	-12.1%	24.7%	-1.2%	-0.5%	-10.2%	1.1%
Actions suisses	1.8%	16.6%	-49.3%	3.7%	-19.5%	-34.3%	-46.0%	-8.3%
Actions mondiales	-0.4%	18.8%	-58.0%	-0.8%	-12.7%	-52.8%	-52.0%	-4.7%
Oblig. gouvernement suisse	4.0%	3.9%	-6.7%	60.0%	3.4%	20.8%	11.9%	5.7%
Oblig. entreprises mondiales	3.6%	4.2%	-12.0%	30.4%	1.4%	18.7%	-6.2%	2.1%
Oblig. pays émergents	6.8%	13.6%	-33.4%	20.5%	-18.4%	2.9%	-8.9%	1.0%
Immobilier suisse	4.3%	7.0%	-14.9%	29.0%	-0.6%	8.6%	-1.7%	2.9%
Immobilier glogal	3.9%	17.3%	-61.2%	6.3%	-5.5%	5.4%	-56.1%	-3.6%
Or	9.2%	18.1%	-17.3%	53.1%	-7.3%	2.9%	37.3%	18.4%
Euro	-1.9%	6.0%	-32.5%	-5.9%	-2.8%	-8.5%	-9.8%	-0.5%
Liquidités en CHF	1.3%	0.3%			0.4%	6.7%	4.0%	0.1%

Performances en francs suisses. Allocation conservative: 16% actions mondiales, 70% obligations mondiales, 10% liquidités, 4% investissements non traditionnels. Les obligations entreprises mondiales et les obligations pays émergents bénéficient d'une couverture des devises en franc suisse.

Morningstar, Bloomberg, Merrill Lynch

mum drawdown (MDD), à une mesure qui exclut un certain pourcentage des pertes extrêmes, comme le DaR.

Pour fixer les idées, le tableau présente les risques calculés avec les écarts-types des rendements et avec les MDD: ainsi l'euro par exemple paraît moins risqué que l'or à l'aune des écarts-types (6% contre 18,1%) alors qu'il est en fait soumis à un risque de perte maximale largement supérieur, sur la base du MDD (-32,5% contre -17,3%).

Le MDD doit encore être complété par des informations sur l'interconnexion des pertes extrêmes entre les classes d'actifs. Ceci est illustré par les performances durant les crises. Il est intéressant de noter qu'une diversification des actifs les plus risqués a offert

une certaine protection contre les pertes extrêmes durant la crise technologique. Par exemple les performances positives des obligations d'entreprises mondiales et des pays émergents, ainsi que l'immobilier ont permis de limiter les pertes des actions. Ceci n'a pas été le cas durant la crise financière qui a vu s'écrouler de concert tous les actifs les plus risqués.

Néanmoins il ressort qu'une diversification bien entendue qui inclut des actifs sur tout le spectre du risque, c'est-à-dire aussi des liquidités, de l'or et des obligations gouvernementales locales, a porté ses fruits durant toutes les crises décrites dans ce tableau. Ainsi la diversification reste aujourd'hui encore la première ligne de défense contre les pertes extrêmes.

Elle ne permet certes pas d'éviter les pertes, mais elle contribue à éviter les pertes extrêmes qui ont un impact dévastateur sur la performance à long terme du portefeuille.

La dernière question est de savoir s'il est judicieux de construire un portefeuille sur la base de données historique. Le ratio de Calmar, qui est défini comme le rendement divisé par le MDD, nous pousserait en effet à n'investir que dans les classes d'actifs les moins risquées. Il est par exemple tentant de se laisser emporter par des idées aujourd'hui populaires telles que rester en liquidités, acheter de l'or ou investir dans l'immobilier direct. Alors que ces thèmes sont peut-être pertinents à court terme, le rendement de la liquidité réelle est aujourd'hui négatif et il y a fort à parier que les actifs les moins risqués soient pour la plupart surévalués.

C'est la raison pour laquelle nous préférons utiliser des hypothèses prospectives qui se fondent sur le passé à long terme et qui incluent nos attentes de marchés. Nous anticipons des rendements inférieurs et des volatilités supérieures aux moyennes passées. De plus, nous nous attendons à des conditions durant lesquelles les corrélations au sein des actifs des mêmes classes de risques augmentent alors qu'elles diminuent entre actifs de classes de risques différentes. Cette polarisation pourrait scinder drastiquement les performances des pays, devises, secteurs ou entreprises les plus prospères de celles et ceux qui le sont moins.

La construction d'une allocation stratégique des actifs sur la base de MDD prospectifs n'est que la première étape d'une gestion des risques intégrée adaptée aux marchés financiers actuels. L'étape suivante est une allocation tactique des actifs. Celle-ci utilise les

informations à court terme pour protéger le portefeuille contre des risques temporaires grâce à une modification des expositions aux marchés par rapport à l'allocation stratégique.

Et une étape finale consiste en l'implémentation d'une couverture active du risque de pertes extrêmes, par des structures de dérivés par exemple. Puisque cette approche de la gestion des portefeuilles privilégie la préservation du capital par rapport à l'appréciation du capital, la performance sera pénalisée par des coûts d'assurances durant les marchés haussiers.

Une bonne culture de la gestion du risque est de nature à modérer ces coûts par l'acquisition de protections contre le risque lorsque celui-ci est faible. L'avantage de cette culture du risque est qu'elle aide à combattre notre tendance naturelle à vouloir acquérir des assurances surévaluées lorsque le risque s'est déjà matérialisé. Jusqu'à une solution politique de la crise européenne et en l'absence d'une croissance globale convaincante, la fragilité de l'économie restera une porte ouverte aux réactions extrêmes des marchés. Dans ces conditions, les gains financiers de cette approche de la gestion du risque pourraient s'avérer bien supérieurs à ses coûts d'assurances. Avec la tranquillité d'esprit en prime.

* Merrill Lynch Bank (Suisse)

SUITE DE LA PAGE UNE

Private equity débattu

Dans ce cadre, l'information publique, souvent synthèse d'informations privées, est elle-même très pauvre.

Pourtant, les sociétés de gestion de private equity vont devoir fondamentalement évoluer en termes de gestion de l'information et ce pour trois raisons. La première, et la plus pressante, est réglementaire. Les réglementations européennes (AIFMD, Solvency II), américaines (FATCA, Volcker Rule, Dodd-Frank Act) et internationales (Bâle III, réglementations sur les caisses de retraites et d'assurances) ont introduit de nouvelles obligations qui ont un impact direct sur les gérants de fonds.

Elles peuvent être synthétisées comme il suit: l'information doit être communiquée toujours plus rapidement (les groupes d'assurances exigent les rapports trimestriels des fonds sous 45 à 60 jours), toujours plus en détails (jurisprudence américaine) et toujours plus objective (AIFMD). L'adoption d'un système d'informations de pointe est désormais un passage obligé, car il permet de remplir ces obligations à temps et avec le degré de détails nécessaire.

La deuxième raison est la communication.

Le nombre croissant de nouveaux investisseurs dans la classe d'actifs, le besoin quantitatif et qualitatif d'informations de la part du gérant et la pénurie récurrente d'information sur le secteur sont une motivation forte de documenter l'activité des gérants de manière permanente. Cela permet notamment de préparer les levées de fonds qui sont devenues quasiment permanentes désormais. La crise de 2007-2009 a par ailleurs renforcé les obligations de due diligence des souscripteurs des fonds de private equity.

La troisième raison est la gestion du risque opérationnel – risque nouveau pour une classe d'actifs habituée aux petites équipes et à l'esprit de boutique caractéristique du secteur. L'augmentation probable des risques de conflits d'intérêts des «asset management houses», comme se décrivent les gérants de private equity désormais opérant dans plusieurs métiers (immobilier non coté, distressed debt, LBO, PIPE...), mais aussi de délit d'initié s'agissant désormais de LBO sur groupes cotés,

milite pour la mise en place de systèmes de monitoring et de reporting avancés pour la protection des gérants eux-mêmes. Les processus et les règles doivent être définis, mis en place, appliqués, mais la preuve de cette mise en place elle-même doit pouvoir être apportée. En ce sens, les systèmes d'information sont un passage obligé notamment en cas de procédure juridique.

La conclusion est que les frais de gestion, au cœur d'une lutte entre gérants et souscripteurs, ne vont paradoxalement pas baisser dramatiquement à court terme. La raison est que les frais d'équipement des gérants, le poids économique et chronophage des réglementations, et l'exigence de track records désormais plus difficiles à constituer (du fait de la quasi impossibilité à structurer des équipes captives au sein des banques et assurances) va favoriser la concentration des équipes et augmenter les barrières à l'entrée des nouveaux entrants dans le secteur. La balance des pouvoirs va donc rester aux mains des gérants installés – bons ou médiocres – et les frais seront donc encore fixés par les gérants à leur avantage. (CD)

TRANSACTIONS DU MANAGEMENT (>100.000.-)

Cosmo Pharmaceuticals S.p.A.	Aliénation
Date de la transaction: 24.01.2012	Nature des droits: Actions nominatives
Transaction réalisée par: un membre non-exécutif du conseil d'administration.	Nombre de droits: 12.500
Nature de la transaction:	Montant de la transaction: CHF 220.625,00
SIX Swiss Exchange	