

Mieux comprendre la gestion de performance absolue

En 1992, le grand public découvre l'industrie de la performance absolue à l'occasion de la dévaluation de la livre Sterling consécutive à l'intervention de Georges Soros. Historiquement, les family offices furent les premiers à les utiliser et ont ainsi contribué à leur émergence. En novembre 2007, près de 10 000 hedge funds sont opérationnels dans le monde et gèrent environ 1 760 milliards USD (1 250 milliards d'euros). En 2009, les deux tiers des hedge funds sont localisés dans les îles Caïmans. Aujourd'hui, les hedge funds pèsent plus de 2 000 milliards de dollars; plus des trois quarts d'entre eux sont américains ou britanniques. Ces fonds sont détenus à hauteur de 18% par les banques et à près de 50% par des investisseurs institutionnels.

Eric Robbe

Président de Laffitte Capital Management

Univers et stratégies d'investissement
La Gestion de performance absolue (ou « absolute return »), type de gestion relativement récent, est communément associée par les investisseurs à la réalisation d'une **performance positive, régulière et décorrélée des marchés** quel que soit l'environnement économique et financier.

L'univers de la gestion alternative est également assimilé à un monde non régulé avec principalement des fonds offshore. Ces appréciations ont tendance à évoluer ces derniers temps avec, notamment, le développement des fonds coordonnés européens UCITS 3 et le développement des « managed account », qui permettent de répliquer les stratégies des hedge funds tout en donnant accès à un nombre élargi d'investisseurs

En France, cette industrie tend à être normalisée de plus en plus. L'Autorité des Marchés Financiers a publié un guide d'élaboration des prospectus d'OPCVM dans lequel elle précise la notion de performance absolue. Elle considère ainsi qu'un fonds ne peut faire état d'un objectif de performance absolue dès lors que « sa performance dépend de façon significative des variations à la hausse ou à la baisse des marchés.

Ceci vaut même lorsque ce biais directionnel n'existe que sur de courtes périodes ». La précision est importante car elle cantonne le périmètre aux



seuls fonds exposés à des sources de risques suffisamment différenciés pour qu'ils aient réellement la capacité à enregistrer des gains, quelle que soit l'évolution du marché.

En 2008, certains fonds dits à performance absolue ont perdu beaucoup d'argent mettant en avant une certaine dérive des pratiques et un manque de robustesse dans les processus de gestion. Cependant la crise aidant et la volonté des régulateurs de mettre de l'ordre dans cette jeune industrie donne aux investisseurs une plus grande lisibilité des bonnes pratiques de la gestion alternative.

La gestion de performance absolue peut investir sur

des univers d'investissement traditionnels (marchés actions, obligataires, monétaires, immobiliers ou matières premières) ou non traditionnels (volatilité, corrélation...).

Elle peut mixer différents types de stratégie, selon les opportunités de marché :

- des stratégies quantitatives (utilisant des modèles mathématiques)
- ou des stratégies fondamentales, fondées sur l'analyse du gérant.

Au regard de leurs objectifs de **régularité** et de **décorrélation**, les OPCVM à performance absolue font souvent appel à des stratégies d'arbitrages et de couvertures (positions vendeuses), utilisant des instruments dérivés : futures, swaps, CFD...

La gestion de performance absolue couvre un ensemble de fonds mono ou multi-stratégies. Ils présentent différents profils risque/rendement calibrés par les sociétés de gestion selon leur savoir-faire.

La gestion à performance absolue est donc un univers très hétérogène.

Les stratégies

Les différentes stratégies se caractérisent par des ratios rendement / risque très variables. Il existe de nombreuses présentations des différentes stratégies alternatives. ●●●



Focus

Une stratégie en particulier : les fusions acquisitions

Patrimoine & Marchés : Parmi toutes les stratégies de la gestion alternative, le cycle actuel des fusions-acquisitions est particulièrement consistant. Ces opérations offrent de bonnes opportunités d'investissement. Les raisons de ce dynamisme sont diverses.

En premier il y a un contexte extrêmement favorable. La trésorerie de certaines entreprises, notamment américaines est pléthorique, le plus haut niveau depuis 1951. Le cash dans les bilans étant dilatif, les actionnaires commencent à faire pression soit pour qu'on leur rende ces disponibilités (dividende, rachat de titres) soit pour l'utiliser en investissant dans de la croissance externe. Par ailleurs, un nombre important d'opérations se traitent en cash (+ de 2/3 des opérations sont des OPA). Cela s'explique en partie, par le faible niveau des taux d'intérêt. Cet environnement devrait persister un certain temps. Cela renforce la confiance des acheteurs potentiels d'autant plus que les valorisations des sociétés restent encore attractives.

La dynamique des opérations de fusions acquisitions est donc soutenue. Il faut cependant souligner que ce mouvement est réel aux Etats-Unis et en Asie alors qu'il est encore peu perceptible en Europe même si le mouvement s'amorce en Grande-Bretagne.

Si les volumes de deals annoncés de 2006 (3,52\$ Trillions) et 2007 (4,01\$ Trillions) sont encore au-dessus des niveaux actuels, la dynamique du marché est suffisamment forte pour s'y attarder un moment.

P&M : En quoi consiste cette stratégie ?

La stratégie d'arbitrage de fusions-acquisitions consiste à acheter ou vendre des actions (ou autres valeurs mobilières) soumises à des opérations financières sous la forme d'offre publique d'achat (OPA), d'offre publique d'échange (OPE), d'offre publique de retrait (OPR) et de fusions. Le sens naturel de l'opération est d'acheter l'action de la société cible à une décote par rapport à la valeur implicite de l'offre et de conserver les titres jusqu'à l'issue de l'offre.

Si l'offre se fait en actions de la société acheteuse (ou si l'offre est mixte), une position vendeuse est initiée sur les actions de la société acheteuse afin de capturer l'écart entre la valeur implicite de l'offre et le prix de marché de la cible. Lorsque la probabilité de succès de l'opération paraît insuffisante, la position inverse peut être mise en place (vente de la cible dans le cas d'une OPA ou vente de la cible et achat de l'acquéreur dans le cas d'une OPE).

Il est également possible que la société cible fasse l'objet de surenchères, dans ce cas il est possible d'acheter l'action cible à un cours supérieur à la valeur implicite de la première offre.

Il est donc aisé de comprendre les moteurs de performance d'une telle stratégie, cependant toutes les opérations n'aboutissent pas. Il faut à tout moment appréhender le risque d'échec (« downside ») de chaque opération. Ce risque peut être de natures diverses (financement, vote des actionnaires, approbations réglementaires, concurrence...). C'est là que l'expertise et l'expérience du gérant est primordiale !

- Arbitrage de convertible (*convertible arbitrage*) : consiste à investir dans les obligations convertibles mal cotées sur le marché. Typiquement, cette stratégie consiste à acheter l'obligation convertible, tout en vendant l'action sous-jacente à découvert.
- *Long short Equity* : consiste à prendre des positions aussi bien longues (acheteuses) que courtes (vendeuses) sur des actions sélectionnées appartenant au même secteur ou à la même zone géographique, avec une position nette résultante plutôt acheteuse (long bias), ou plutôt vendeuse (short bias), ou neutre (*market neutral*). Ceci nécessite de bien maîtriser les outils de sélection des titres (*stock picking*).
- *High Frequency Statistical arbitrage* : consiste à prendre des positions basées sur un écart de comportement par rapport à l'historique, à miser sur un retour à la moyenne. Ceci peut consister à tirer profit d'une baisse ou d'une hausse de la corrélation entre des titres, secteurs ou marché, lorsque celle-ci semble injustifiée d'un point de vue fondamental. Ce comportement est auto prédictif, son adoption favorise la stabilité des observations. Ex. : tirer profit d'une baisse de la corrélation entre BNP et GLE en achetant l'une et en vendant l'autre.
- *Quantitative trading* (CTA) : consiste à prendre des positions basées sur des prédictions effectuées par un modèle quantitatif, une analyse des cours et des informations dans le but de déceler des signaux acheteurs ou vendeurs. Stratégie efficace sur les futures principalement (frais de courtages très faibles et liquidité suffisante).
- *Macro / opportuniste (global macro)* : tente de tirer profit des évolutions de l'économie globale, en particulier les évolutions de taux dues aux politiques économiques des gouvernements. Elle utilise les instruments reflétant la situation économique mondiale : devises, indices, courbes de taux, matières premières.
- *Marchés émergents (emerging markets)* : consiste à investir dans les marchés en développement. Stratégie très risquée car les instruments de couverture ne sont pas toujours disponibles sur ce type de marché. En outre, le gérant est confronté au risque de liquidité, les marchés émergents étant souvent peu liquides.
- Arbitrage sur produits de taux (*fixed income arbitrage*) : cherche à tirer profit des mouvements et des déformations de la courbe des taux. Elle utilise comme véhicules les titres d'État, les futures et les swaps de taux.
- *Situations spéciales (event driven)* : le gestionnaire recherche les opportunités générées par des événements intervenant dans la vie des entreprises : filialisation, fusions, ou des difficultés (*distressed securities*)
- Arbitrage sur fusions-acquisitions (*merger arbitrage*) : la possibilité d'arbitrage dans ce genre de situations (OPA, OPE) résulte de l'écart entre le prix annoncé par l'acquéreur et le prix auquel la cible se traite sur le marché. Le merger arbitrage est une sous-catégorie de l'event driven.

Les fonds à performance absolue se distinguent donc des fonds traditionnels, directionnels ou « benchmarkés », qui restent significativement expo-

sés à leurs marchés sous-jacents dans les bonnes ou les mauvaises périodes. Cependant ces styles de gestion ne s'opposent pas et peuvent être complémentaires. On peut noter la convergence de plus en plus forte entre la gestion dite classique et la gestion alternative. Il n'est plus rare de constater que des gérants « long only » utilisent des techniques de gestion provenant de l'univers de la gestion alternative.

On prendra comme exemples des fonds misant sur des cibles potentielles lors d'opérations de fusions acquisitions ou les fonds flexibles qui couvrent une partie de leur exposition pour ne pas réduire leur exposition au marché. De même, les gérants « alternatives », peuvent avoir recours aux méthodes d'analyse largement utilisées dans la gestion classique comme l'approche value pour les fonds « Long/Short ».

L'univers de la gestion alternative est encore disparate mais tant à se normaliser. Il est vrai que dans une même famille de stratégie, différents processus de gestion pourront être utilisés.

Cependant, à partir de 2009, les exigences des investisseurs ont incité fortement les sociétés de gestion à s'adapter à l'environnement en demandant :

- **Plus de transparence** : il faut comprendre quels sont les moteurs de performance de la stratégie mais également quels sont les risques associés et comment ils sont gérés.
- **Plus de liquidité** : il faut une vraie adéquation entre les actifs investis du fonds et son passif.
- **Plus de régulation** : une des clés de voûte de la gestion alternative est le recours à l'effet de levier.

En l'encadrant, le régulateur a marqué sa volonté de contrôler et normaliser des pratiques de gestion abusives pouvant desservir les intérêts des épargnants.

En termes d'allocation de portefeuille, la gestion alternative apporte de la diversification. Les études académiques tendent à montrer que sur le long terme la gestion à performance absolue reflète la performance des actions avec la volatilité des obligations. Cette analyse doit être ajustée selon les périodes. Toutefois, en période de crise systémique, on notera qu'en 2008 la gestion alternative a néanmoins bien résisté et au regard des performances des indices. A partir de 2009 et début 2010, on appréciera le retour à des performances consistantes avec des pratiques de plus en plus normalisées. ■

Questions aux Gérants

Patrimoine & Marchés : *Le marché des fusions-acquisitions est de plus en plus actif. Quels sont les secteurs de prédilection de Laffitte Capital Management ?*

Arnaud Yvinec - Gérant : Actuellement, nous privilégions ceux qui offrent le potentiel de rapprochement le plus important, comme le secteur technologique, la santé, la pharmacie, la distribution et l'industrie pétrolière. Ces secteurs sont le plus actifs et ils sont parmi ceux à avoir accumulé le plus de cash. Avec plus de 15 ans d'expérience sur cette stratégie nous avons effectivement développé des expertises sur certains secteurs. Cependant, les opérations de rapprochement suivent les cycles économiques et nous sommes aujourd'hui au début d'une accélération de ces opérations. Pour être performant, nous devons accompagner ces mouvements.

P&M : *Quel est l'intérêt pour Laffitte Capital Management de couvrir à la fois l'Europe et les Etats-Unis ?*

Gabriel Teodorescu - Gérant : D'un point de vue mix-produit, cela a vraiment du sens car d'un côté, le marché Américain est très mature, très professionnel avec un flux d'opérations récurrent. En Europe, le marché est plus disparate avec des spécificités particulières selon les Etats. Cette couverture géographique nous permet une meilleure allocation de portefeuille et ainsi d'optimiser le ratio risque/rendement de nos opérations.

P&M : *Quelles sont les principales motivations de vos clients pour investir sur des fonds Laffitte Capital Management ?*

Arnaud Yvinec - Gérant : Dans un premier temps, la thématique des fusions-acquisitions est connue de tous. Elle fait souvent la première page des journaux. C'est une façon différente de se positionner sur le marché des actions sans pour autant prendre le risque de marché. En effet, c'est une stratégie très dé-corrélée, à titre d'exemple, notre principal fonds a performé de 7,9% en 2008. Ce qui est important pour les investisseurs, c'est avant tout la performance mais aussi la régulation (offerte par les fonds UCITS 3), la liquidité, la transparence et la proximité. Aujourd'hui, Laffitte Capital Management est capable de répondre favorablement à ces attentes.

De gauche à droite : Gabriel Teodorescu, David Lenfant, Arnaud Yvinec, Eric Robbe

