

## HEDGE FUNDS

## Stratégie event driven: anomalie ou reprise?

Cette stratégie a été l'une des plus performantes du marché au deuxième trimestre 2014.

Après avoir déçu les investisseurs jusque là.



CÉDRIC KOHLER  
Head of Advisory, Fundana

Aviez-vous Hillshire Brands ou Residential Capital dans vos portefeuilles cette année? Si ce n'est pas le cas, c'est bien dommage car ces deux titres se sont appréciés de 100%! Leur point commun? La survenue d'événements qui ont changé leur avenir. L'une a fait l'objet de multiples offres d'achat, alors que l'autre vient de gagner 82 procès. La stratégie hedge fund Event Driven était jusqu'à présent restée bien en dessous des attentes, le volume global des fusions et acquisitions demeurant inférieur à celui d'avant la crise. Mais au deuxième trimestre 2014, il a dépassé le milliard de dollars, soit le plus haut montant depuis six ans, transformant une stratégie jusque-là décevante en l'une des plus performantes du marché. Alors, simple anomalie ou reprise d'un nouveau cycle?

LES GESTIONNAIRES Event Driven étudient les événements marquants intervenant dans la vie d'une entreprise comme une fusion, une acquisition, une faillite ou un rachat d'actions. Ceux-ci ont l'avantage d'avoir une échéance dans le temps et un impact important sur la structure du capital de la société. Cette stratégie s'adapte ainsi parfaitement aux cycles économiques. Pendant les périodes haussières, les bons filons d'investissement se trouvent du côté fusions/acquisitions et, dans les cycles baissiers, dans les sociétés en faillite.

Goldman Sachs, sous la direction de Bob Rubin<sup>1</sup>, fut une pépinière exceptionnelle des stars de cette stratégie. Tom Steyer créa ainsi en 1985 Farallon Capital avec lequel il réussit l'exploit de n'avoir aucun mois négatif pendant 7 ans!<sup>2</sup> Selon Hedge Fund Research (HFR), la stratégie Event Driven est en hausse de +8,9% (HFRI en dollars à fin juillet) sur les douze derniers mois et présente un rendement annualisé de +12% depuis le lancement de l'indice en 1990. Elle constitue le 13% (en nombre de gérants) de l'univers des hedge funds et regroupe aujourd'hui 650 milliards de dollars d'actifs sous gestion, soit le plus haut historique des vingt dernières années.

UN MARCHÉ actions en hausse, des taux d'intérêt au plancher, des bilans sains ainsi qu'une économie américaine en expansion sont autant de facteurs propices aux fusions et acquisitions. Car pour les patrons des sociétés américaines, la marge de manœuvre est faible. Ayant déjà effectué une extrême compression de leurs coûts ces dernières années, ils ne pourront compter sur la faible croissance organique pour générer les bénéfices attendus. L'unique solution pour satisfaire les actionnaires sera donc d'arriver à croître à travers des fusions ou acquisitions.

Depuis le début de l'année, la sous-stratégie d'arbitrage de fusions (merger arbitrage) apporte des rendements supérieurs à dix pourcent annualisé (sans levier), notamment dans des situations complexes ou des transactions de grande taille.

A fin juin, le rendement annualisé attendu sur l'offre de Medtronic sur Covidien s'élevait ainsi à 13.4% pour une transaction de plus de quarante milliards de dollars. Enfin, le titre d'Hillshire Brands s'est apprécié de près de 100% cette année suite à une surenchère d'offres d'achat. Pilgrim a commencé par faire une offre à 45 dollars. Quelques jours plus tard, Tyson proposait 5 dollars de plus. S'en est suivie une escalade au terme de laquelle Tyson a finalement emporté la mise avec une offre à 63 dollars.

TOUJOURS du côté actions, la sous-stratégie activist qui vise à obtenir des sièges dans les conseils d'administration pour pouvoir peser sur la stratégie de l'entreprise, figure parmi les meilleures performances de 2014 (+5,9% annualisé à fin juillet). Carl Icahn, de Icahn Enterprises, Daniel Loeb, de Third Point, ou Bill Ackman, de Pershing Square, sont les acteurs les plus en vue dans ce secteur. En 2012, seule une tentative de faire monter le prix d'une offre d'achat sur quatre avait réussi d'après l'étude d'avocats Simpson, Thacher & Bartlett. En 2013, sur quatorze tentatives, dix furent un succès! On se souvient ainsi du tour de force de Carl Icahn, l'an passé, qui réussit à forcer Michael Dell à augmenter son prix lors de la privatisation du fabricant de PCs du même nom.

L'AUTRE GRANDE sous-stratégie à ne pas sous-estimer est la stratégie distressed, qui cible les entreprises en difficulté de paiements. Si avec un taux de défaut actuel de 2% (contre une moyenne historique de 5%), les bonnes occasions sont moins nombreuses qu'après 2008, il en reste quelques-unes. La liquidation de Residential Capital, société active dans la titrisation de subprimes («RMBS»), en est une. Celle-ci achetait des prêts hypothécaires octroyés par des banques à certains types de clients. Suite à la faillite de l'entreprise, en début d'année, son liquidateur a poursuivi en justice une douzaine de banques leur reprochant de n'avoir pas respecté les règles de sélection des clients. Le liquidateur a eu gain de cause dans plus de 80 procès et le titre du trust de liquidation s'est apprécié de 127%.

Après plusieurs faux départs depuis 2009, la stratégie Event Driven semble prendre un nouvel élan. Le volume des fusions et acquisitions est à la hausse et les campagnes de gérants activistes de plus en plus nombreuses et réussies, du moins jusqu'à la prochaine crise...

CRISE qui générera alors de nouvelles situations intéressantes de distressed. Hormis un choc exogène, la stratégie se trouve donc à l'aube d'excellentes années. Et pour ceux qui n'ont ni le temps de dénicher ni de suivre ces événements, une allocation hedge fund Event Driven s'impose. Comme le disait Victor Hugo: «Il n'y a rien de plus puissant qu'une idée dont le temps est venu». ■

(1) Ancien coprésident de Goldman Sachs et secrétaire du trésor américain sous Bill Clinton. (2) Franc Brossens de Taconic, Richard Perry de Perry Capital, Eric Mindich d'Eton Park ou Edward Lampert d'ESL figurent aussi parmi les talents issus de Goldman Sachs.

## Pour rendre au capital risque tout son attrait

Le private equity a de solides arguments à faire valoir dans un environnement où les rendements se raréfient.



LAURENT BISCHOF  
Associé-gérant, Polytech Ventures

Si les fonds de Private equity ont été quelque peu mal aimés ces dernières années, ils semblent bien aujourd'hui retrouver de leur éclat. En 2013, ils ont levé près de 500 milliards de dollars, un montant qu'ils n'avaient plus approché depuis 2008 et la crise des subprimes qui les a si durement affectés. Les blocages pratiqués sur les capitaux, le plus souvent à 10 ans, ont refroidi, à l'époque, les ardeurs d'investisseurs qui ne préféraient plus s'exposer que sur du très court terme. Pourtant, de même qu'un silence de Mozart reste une œuvre de Mozart, un actif illiquide reste un actif de valeur. Son illiquidité ne le corrompt en aucun cas. C'est plutôt le contraire. Les fonds de private equity ont cet avantage de compenser leurs contraintes de liquidité par des primes supérieures à celles des marchés actions. Dans le contexte actuel, marqué par des taux d'intérêt au plus bas et des rendements moindres dans l'univers obligataire, c'est là un trait distinctif qui éveille l'attention.

Pour peu qu'ils offrent un retour plus élevé, justifiant le risque à la marge, on comprend que les investisseurs soient tentés de se reporter sur ce type d'actifs qui apportent par ailleurs des garanties à plusieurs niveaux. A cet égard, les fonds d'amorçage, spécialisés dans la création d'entreprises et davantage axés sur la valeur opérationnelle que sur l'ingénierie financière, illustrent bien les vertus du capital-risque lorsqu'il s'attache à quelques principes essentiels. Le premier d'entre eux porte sur la sélection des projets. Pour un fonds, il s'agit de sa matière première et le choix des fournisseurs revêt dès lors une importance capitale. Du point de vue de l'investisseur, autant privilégier par exemple les fonds qui travaillent en étroite collaboration avec de grands centres de recherche habitués à produire des idées innovantes avec un fort potentiel d'exploitation une fois versées dans un projet d'entreprise.

Il y a ensuite un principe de proximité, quasiment une loi, qui se traduit par des rendements d'autant plus forts que les relations entre investisseurs, gestionnaires et entrepreneurs sont resserrées. Sans vouloir se substituer à eux, il vaut mieux pour les gérants suivre leurs entrepreneurs au plus près. Au-delà du seul reporting, il est souvent nécessaire de les aider à allouer le capital, définir un mode opératoire et installer différents tableaux de bord, ne serait-ce qu'en matière de gestion. Porter un projet d'entreprise n'a rien d'un long fleuve tranquille. On procède forcément par itérations. Les changements de cap sont inévitables et il est préférable d'avoir aux cotés d'entrepreneurs novices des professionnels suffisamment aguerris pour les aider à s'affranchir des obstacles rencontrés.

De la même façon, il y a tout intérêt à privilégier les échanges entre investisseurs et entrepreneurs. Les investisseurs ne doivent pas être perçus comme de simples distributeurs de cash, mais plutôt comme des participants à part entière au processus de création de valeur, grâce à leur expérience, leurs réseaux ou encore leur intelligence du secteur.

Troisième règle: la gestion du capital-risque est l'affaire de spécialistes. Le rôle des gestionnaires ne se limite pas à la sélection de projets et à l'animation des conseils d'administration. Il consiste à stabiliser l'entreprise dans chacune des phases de son développement, et à l'amener sereinement vers ses prochains tours de financement. Il est plus facile en effet pour un capital-risqueur d'assurer les passages de relais avec un autre capital-risqueur qui s'attend alors à ce que l'entreprise ait déjà acquis une certaine discipline dans son mode de fonctionnement et ses relations à l'investisseur. Enfin, il faut savoir limiter son périmètre d'activités aux secteurs sur lesquels les gestionnaires sont les plus expérimentés. Ainsi, il est plus naturel pour eux d'identifier les projets les plus attrayants, d'en maîtriser le positionnement et d'en apprécier pleinement le potentiel, que ce soit en termes de croissance, de mise sur le marché, de déploiement commercial ou de flux d'affaires. «Investissez dans ce que vous connaissez», ne cesse de proclamer le légendaire Peter Lynch. Le conseil s'applique également aux gestionnaires. A ceci près que, dans le cas du capital-risque, ce n'est pas vraiment un conseil. C'est plutôt un impératif. ■

LA STRATÉGIE  
EVENT DRIVEN  
EST EN HAUSSE  
DE +8,9% SUR  
LES DOUZE  
DERNIERS MOIS  
ET PRÉSENTE  
UN RENDEMENT  
ANNUALISÉ DE  
+12% DEPUIS  
LE LANCEMENT  
DE L'INDICE  
EN 1990.