

Une opération de risk arbitrage

La bataille pour Centerpulse

Entre 1993 et 2000, les risk arbitrageurs ont fortement bénéficié d'une vague de fusions sans précédent. Les rendements élevés de cette stratégie ont attiré de nombreux acteurs du marché vers la fin des années 1990.

Les banques d'affaires, les desks de trading nostro, les hedge funds multi-stratégies, et même certains gérants Global Macro, se sont ainsi lancés dans cette stratégie dans l'espoir de réaliser des gains prometteurs. Avec le ralentissement du secteur fusions et acquisitions au cours de ces trois dernières années, la plupart de ces acteurs ont toutefois abandonné la stratégie. Mais si la récente activité de restructuration continue à s'intensifier, la stratégie pourrait à nouveau être promise à un bel avenir.

Dr. Michael U. Gerber, Head of Research, Fundana S.A.

Une surenchère de la part d'un ou de plusieurs autres acquéreurs donne lieu à l'une des situations les plus profitables pour un risk arbitrageur. Un bon exemple se trouve dans la bataille que se sont livrées Smith & Nephew et Zimmer Holdings pour la reprise de la compagnie suisse Centerpulse. Ces compagnies sont toutes trois actives dans le domaine des prothèses médicales.

- **Centerpulse (CEPN SW)**, société basée en Suisse, est spécialisée dans la fabrication de prothèses médicales et orthopédiques. Avec 2'800 employés, Centerpulse est le numéro 8 mondial dans ce secteur (au 20 mars 2003).
- **Smith & Nephew (SN/ LN)**, société basée en Grande-Bretagne, est spécialisée dans la production et la distribution de prothèses médicales. Smith & Nephew est le numéro 7 dans ce marché.
- **Zimmer (ZMH US)**, société basée aux Etats-Unis, est spécialisée dans la conception et la fabrication de prothèses médicales. Zimmer est le numéro 3 avec 3'600 employés.

Historique et commentaires

Le 20 mars 2003, la société Smith & Nephew offre CHF 73.42 cash et 25.15 de ses actions pour chaque action de Centerpulse. La nouvelle compagnie résultant de la fusion bénéficierait de nombreuses synergies et se positionnerait comme le numéro 3 du marché orthopédique. L'offre de Smith & Nephew se monte donc à CHF 282, soit seule une faible prime par rapport au cours de clôture de l'action Centerpulse à CHF 277 le jour précédent.

A ce moment, un arbitrageur peut prendre ses positions avec un spread peu attrayant de CHF 5: long Centerpulse, short Smith & Nephew. Cette situation à priori peu attractive peut toutefois devenir extrêmement profitable si une offre compétitive est proposée. En l'occurrence, Smith & Nephew n'est pas forcément l'acquéreur le plus logique, puisqu'il ne fait pas partie des plus grands candidats potentiels. En outre, l'offre initiale ne se situe qu'au niveau de la fair value de Centerpulse et – c'est sans doute le plus important – la compagnie n'a pas été proposée activement à d'autres acquéreurs potentiels avant l'annonce initiale. Enfin, Centerpulse constitue une cible attrayante dans une industrie en pleine phase de consolidation.

Le 20 mai 2003, Zimmer annonce son intention d'acquérir Centerpulse pour CHF 120 cash et 3,68 actions de Zimmer, soit une offre à CHF 350 pour l'action Centerpulse, à comparer aux CHF

Définition de la stratégie

Les hedge funds de type *risk arbitrage* font partie de la famille des stratégies *event driven*. Les gérants de fonds en risk arbitrage, appelés *risk arbitrageurs*, investissent dans les valeurs de compagnies faisant l'objet d'une restructuration sous la forme de fusions, acquisitions, liquidations ou spin-offs. Dans ce genre de situations, les investisseurs traditionnels réalisent généralement un bénéfice lors de l'annonce initiale, alors que les risk arbitrageurs n'entament leur processus d'investissement qu'après cette annonce.

Bonnes ou mauvaises nouvelles pour les risk arbitrageurs?

- ↑ Accroissement des activités de restructuration et de consolidation.
- ↑ Annonces de nouvelles opérations.
- ↑ Finalisations d'opérations.
- ↑ Offres compétitives et surenchères.
- ↓ Annulations d'opérations.
- ↓ Diminution des spreads due à une demande croissante ou à des taux bas.
- ↓ Événements catastrophiques tels que le 11 septembre 2001.

La stratégie

Tout risk arbitrageur doit se forger une opinion sur l'issue possible d'une fusion, pour évaluer ses chances de réaliser un gain sur l'opération de fusion sans s'exposer au marché.

Considérons l'exemple d'un deal *stock-for-stock* (action contre action), où une compagnie A (acquéreur) propose d'acquérir une compagnie C (cible) en offrant une action A pour chaque action C. Après l'annonce, le cours de l'action de la compagnie C devrait monter fortement depuis son cours moyen durant les mois précédents pour approcher le prix offert. La différence entre le cours de l'action et le prix offert s'appelle le *merger arbitrage spread*. Cet écart, ou *spread*, se justifie par deux raisons principales: la valeur temps de l'argent (soit le rendement d'un placement à un taux hors-risque) et la prime de risque correspondant à la probabilité d'échec du deal.

S'il prévoit une issue favorable à une fusion donnée, le risk arbitrageur ne construit ses positions qu'après l'annonce (contrairement aux spéculateurs), en achetant (*long*) les actions de la compagnie cible C, tout en vendant à découvert (*short*) les actions de l'acquéreur A (à la différence de l'investisseur traditionnel qui se limite à l'achat *long*). Ainsi, le gérant peut espérer empêcher le spread lors de la finalisation de l'opération, tout en proté-

geant son exposition au risque de marché. Dans la pratique, des rumeurs précèdent parfois l'annonce et engendrent une hausse du cours de l'action de la société cible, réduisant d'autant le spread.

Position de base d'un risk arbitrageur

Long: action de la société C (cible)
Short: action de la société A (acquéreur)

Avant de construire ses positions, le gérant évalue trois paramètres primordiaux: le rendement, le risque et la probabilité de finalisation de l'opération.

Les sources de rendement

En termes absolus, le gain potentiel équivaut simplement au spread, i.e. la différence entre le prix de soumission de l'action A et le cours de l'action C (voir graphique «Exemple d'un deal finalisé»). Cependant, pour évaluer le rapport risque/rendement d'une position, le gérant doit annualiser le spread, en estimant le plus précisément possible la durée de toute l'opération. Ceci est une tâche difficile, puisqu'une opération de fusion peut être retardée pour diverses raisons.

292 du cours le même jour. Ainsi naîtrait le leader mondial dans le secteur orthopédique, largement devant Johnson & Johnson et Stryker. Cette offre constitue une amélioration significative par rapport à l'offre initiale faite par Smith & Nephew, et entraîne une forte augmentation du cours de l'action Centerpulse.

Pour tous les risk arbitrageurs ayant pris position lors de l'offre initiale, cette offre donne également lieu à des gains substantiels. A ce stade, le gérant peut réaliser son bénéfice en clôturant sa position long Centerpulse et sa position short Smith & Nephew, et a le choix de prendre position ou non sur la deuxième offre en étant long Centerpulse et short Zimmer.

Après l'annonce de Zimmer, Centerpulse traite carrément au-dessus de la deuxième offre, et le spread sur le nouveau deal est négatif.

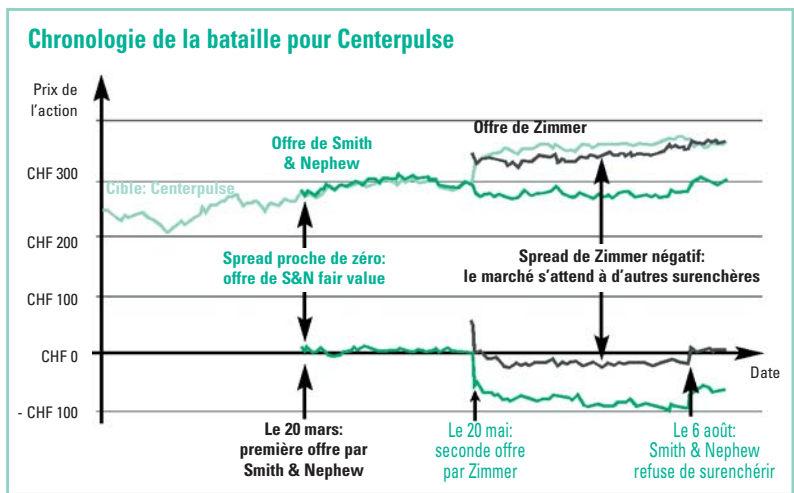
Cette situation inhabituelle s'explique par le fait que le marché s'attend à une nouvelle surenchère de la part de Smith & Nephew, qui pourrait à son tour être suivie d'une autre surenchère de Zimmer. En effet, dans ce cas, le risk arbitrageur réaliserait des gains encore plus significatifs. Par contre, si le deal était finalisé avec un spread négatif, le risk arbitrageur subirait une perte égale au spread.

Le 6 août, Smith & Nephew annonce qu'elle n'améliorera pas son offre. Suite à l'annonce, l'action de Centerpulse retombe juste au-dessous du niveau de l'offre de Zimmer.

Le spread passe ainsi de négatif à positif, entraînant des pertes pour les risk arbitrageurs qui étaient dans le deal Zimmer/Centerpulse (soit long Centerpulse et short Zimmer).

En apparence, les offres multiples produisent des bénéfices importants sans grand risque. Cependant, un scénario catastrophe aurait pu avoir lieu: au lieu de surenchérir pour Centerpulse, Zimmer – ou un autre acquéreur – aurait pu émettre une offre d'acquisition pour Smith & Nephew. Si ce cas s'était produit, le risk arbitrageur étant long Centerpulse et short Smith & Nephew aurait subi des pertes importantes, puisque le cours de Centerpulse serait retombé à son niveau de support, alors que le cours de Smith & Nephew aurait rejoint le prix de l'offre de Zimmer.

Le 15 août, le management de Centerpulse recommande à ses actionnaires d'accepter l'offre de Zimmer. On revient ainsi à une situation de risk arbitrage tout à fait classique. ■

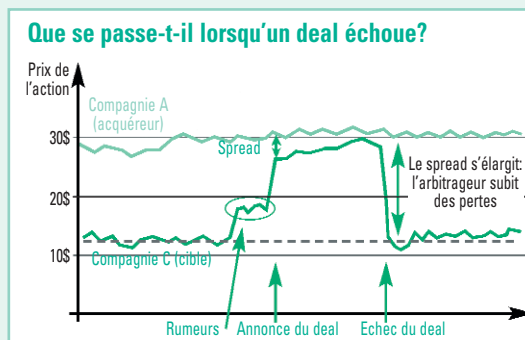
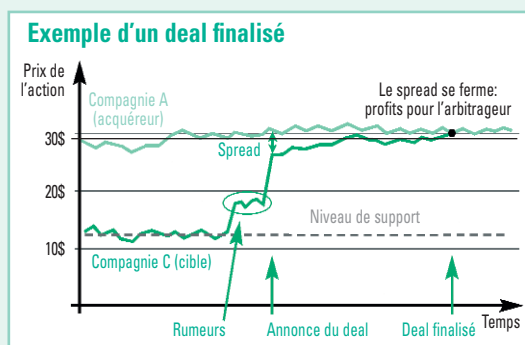


Les sources de risque

La principale source de risque tient à l'annulation éventuelle d'une fusion prévue. Dans pareil cas, le cours de l'action C chutera immédiatement à son niveau de trading d'avant l'annonce (voir graphique «Que se passe-t-il lorsqu'un deal échoue?»). En général, la perte potentielle créée par la chute du cours de l'action est plus élevée que le rendement escompté. Historiquement, pourtant, la plupart des deals sont concrétisés. On peut donc considérer le risk arbitrage comme un jeu où il existe une probabilité élevée de générer de petits profits et une faible probabilité de subir de grandes pertes. Pour réduire encore ce risque de perte, le risk arbitrageur doit diversifier son portefeuille entre plusieurs transactions annoncées dans divers secteurs.

Probabilités de finalisation d'une transaction

L'élément le plus difficile dans le processus de décision consiste à évaluer les chances de réussite d'un deal. Pour les estimer, le risk arbitrageur examine les points suivants:



- Type d'offre de fusion/rachat: amicale ou hostile.
- Etat d'avancement du deal: accord de principe ou définitif.
- Qualité de l'offre: fair value ou prime significative.
- Perspectives de développement de la compagnie résultant de la fusion.
- Santé financière des deux compagnies.
- Restructurations ou consolidations en cours dans le secteur.
- Historique de la société et des dirigeants lors de précédentes opérations de fusion.
- Structure de l'actionnariat et volonté de fusionner.
- Problèmes juridiques éventuels: procédures en cours, lois anti-trust.

Après un examen global de ces points, le gérant peut procéder au calcul du ratio risque/rendement d'un deal et décider en conséquence de prendre ou non des positions. Une autre possibilité consiste à parier que le deal va échouer et à prendre des positions inverses. On dit alors que le gérant fait un *Chinese deal*. (M.G.)