

La valeur ajoutée du gérant

La source de performance, en gestion alternative, provient en grande partie de la valeur ajoutée des gérants. Elle est d'autant plus importante que les degrés de liberté sont nombreux concernant le choix des positions et le timing des opérations.

LA GESTION ALTERNATIVE permet d'obtenir un ratio rendement/ risque attractif (le ratio de Sharpe) : toutes les stratégies d'arbitrage actions ont un ratio supérieur à un sur les sept dernières années. Cela signifie que le rendement généré par les investissements alternatifs est plus élevé que les risques afférents. A contrario, la gestion classique peut offrir des rendements significatifs mais ils sont alors assortis d'une forte volatilité : bien que le rendement

spécificités de la gestion alternative. Par exemple pour les arbitrages sur les actions : les fonds alternatifs travaillent des écarts de prix entre deux titres. Ils ont la possibilité de vendre à découvert et d'appliquer un levier à leurs positions. Leur risque principal porte sur des événements précis et non pas sur le marché lui-même. La maîtrise du risque vient également de la valeur ajoutée des gérants, qui est d'autant plus importante que les degrés de liberté sont nombreux. Tout d'abord en ce qui concerne le choix des positions : comme il n'est pas contraint de suivre un benchmark du type indice boursier, le gérant choisit dans son univers les positions qu'il juge intéressantes. Son choix est dicté par son analyse du rapport entre le rendement et le risque d'une opération et non pas par la capitalisation d'un titre (encadré 1).

Du timing d'une opération dépendra très souvent le montant de la performance. L'horizon de gestion est plus court qu'en gestion classique et les positions sont gérées activement. Le choix des points d'entrée, de prise de bénéfice ou de «stop loss» (arrêt des pertes) est un savoir-faire très spécifique (encadré 2).

Enfin, le levier des fonds alternatifs est variable. Le gérant le dé-

termine en fonction des opportunités de marché et de son anticipation de la performance de sa classe d'actifs (encadré ci-contre).

UNE NOUVELLE MESURE DE PERFORMANCE

La gestion alternative s'est affranchie des benchmarks classiques, sa performance est mesurée par rapport au LIBOR. Malgré ce savoir-faire, la conjoncture générale d'une stratégie influence toujours la performance des fonds concernés. Par exemple, un écartement général des spreads sur les fusions/acquisitions affecte tous les fonds spécialisés dans ces arbitrages. Les performances sont donc également comparées entre les fonds appliquant les mêmes techniques. ■



JACQUES BOCQUET

P-DG

CPR Alternative
Asset Management

du SP 500 se soit élevé à 160% sur les sept dernières années, le ratio de Sharpe de la bourse américaine sur cette période se limite à 0,56.

Cette maîtrise du risque a deux sources. La première vient des

Une gestion à effet de levier



Evolution du levier d'un fonds d'arbitrage de convertibles au 1^{er} semestre 2001 :

janvier : 167 % ; février : 193 % ;

mars : 155 % ; avril : 92 % ;

mai : 103 % ; juin : 150 %.

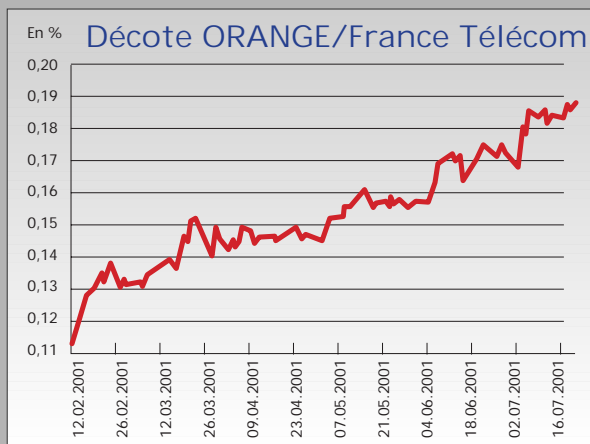
1. Le choix des positions : exemples

• Arbitrage mère/fille dans le secteur des opérateurs télécoms.

ORANGE a été introduite en bourse en février 2001 sur une base de valorisation attrayante : 20 fois son EBE, soit le niveau du secteur, avec de meilleures perspectives de croissance. En revanche, sa maison mère France Telecom se transformant progressivement en holding paraissait sur-cotée d'environ 20 %. L'arbitrage a consisté à acheter la fille et à vendre la mère pour jouer la création d'une décote de holding. Notons que la position habituelle consiste à jouer l'inverse, la réduction de la décote.

• Arbitrage sur fusions/acquisitions écarté pour risque politique.

Fin mai, Sampo, une banque finlandaise, propose de racheter Storebrand, une banque norvégienne par une combinaison de cash et d'actions. Sampo offre une prime de près de 27 % par rapport au dernier cours de Storebrand. Den Norske Bank (DnB), une autre banque norvégienne affiche, elle aussi, son intérêt pour Storebrand. Fin juin, DnB annonce qu'elle a monté sa participation dans Storebrand à près de 10 %. Or la loi Norvégienne impose à Sampo de détenir 90 % de Storebrand pour



déclarer son OPA réussie et Sampo n'en détient que 83,5 %. Seule une décision politique peut alors lever la condition minimale de 90 %.

• **Une nouvelle émission de convertibles sans attrait pour les arbitragistes :** la DANONE 1,2 % 2007. Cette obligation de rating

A+ a été émise en juin 2001 avec une volatilité implicite de 29,8 %. La volatilité 100 jours s'élevant à 29,1 % et celle des options courtes à 29,5 %, cette convertible n'offrait aucune décote de volatilité susceptible d'intéresser un arbitragiste.

2. Le timing

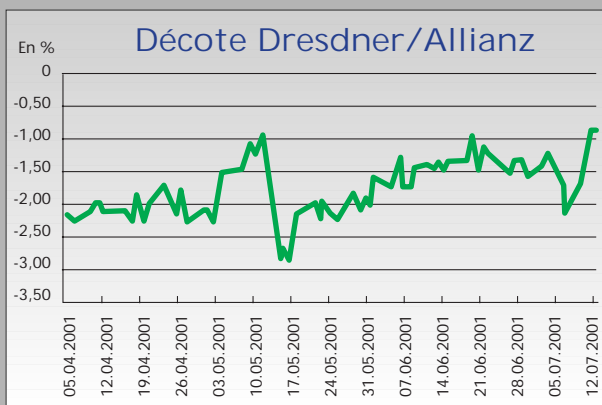
• **Annonce réglementaire dans la fusion Dresdner/Allianz.** Dans cette fusion, la Commission européenne de la concurrence a rallongé son enquête. Le marché a perçu cette nouvelle comme étant négative, en particulier du fait du rejet de l'opération Honeywell/General Electric. Cela a provoqué un écartement du spread de 1 à 2,2 % permettant d'acheter le spread avant que l'information ne précise «enquête prolongée de deux semaines» ; une demi-heure plus tard, le spread était revenu sur ses anciens niveaux et trois jours plus tard a été débouclé à 0,5 %.

• Achat de la convertible Pinault 1,5 % 2003 à 25,8 % de volatilité implicite.

Historiquement sur les deux dernières années, la volatilité implicite de la convertible Pinault 1,5 % a oscillé entre 25,5 et 30 %.

Montage de la stratégie :

• Achat de 20 000 convertibles à 215 euros l'une, couvert par une vente de 7 000 actions à un cours de 167 euros (delta de 35 %).
 • Quinze jours après avoir monté cette stratégie, l'action a fortement baissé et la convertible s'est rapprochée de son plancher actuariel (moins de 3,9 % de sa valeur minimale). La conver-



tible a ainsi retrouvé un profil plus obligataire, ce qui a favorisé le retour des gestionnaires directionnels sur le papier, avec des achats massifs de la convertible.

Débouclage de la stratégie :

• Revente des 20 000 convertibles à 214 euros chacune, soit une perte de

20 000 euros.

• Rachat des 7 000 actions à 157,9 euros, soit un gain de 63 700 euros.

Gain total : 43 700 euros (+1,02 % en 15 jours).

La volatilité implicite de la convertible ressortait alors à 28,11 %, soit une hausse de 2,30 % de volatilité implicite.