

Portrait d'un arbitragiste

Event-driven & Cie



Stéphane Gutzwiller est associé gérant de la banque privée E. Gutzwiller & Cie qui a lancé, voici trois ans, le 30 avril 2002, un fonds de hedge funds spécialisé dans les fonds event-driven (merger arbitrage, distressed, special situation), sobrement nommé Gutzwiller Two. A cette époque-là, aucun autre banquier privé n'avait enregistré de hedge fund à son nom en Suisse. Mais il est vrai que l'arbitrage a une longue histoire dans la famille...

Quelle était votre motivation en 2002 pour lancer un fonds ouvert au public. N'était-ce pas un peu casse-cou?

Pas à mes yeux, puisque je suis depuis 23 ans dans la gestion dite aujourd'hui «alternative»: tout d'abord chez Prudential Bache à New York, en tant qu'analyste dans le département de *merger arbitrage*, puis lors de mon arrivée à Bâle, en tant que gestionnaire d'un fonds de merger arbitrage, puis en tant que sélectionneur de fonds. La banque ne m'avait d'ailleurs pas attendu, car elle investissait déjà depuis la fin des années 1970 dans les premiers fonds de fonds. Compte tenu de ce background, nous nous sentons extrêmement à l'aise avec la sélection de fonds *event-driven* que nous qualifions d'ailleurs de *low tech hedge fund*: en effet, la grande majorité de nos sous-fonds n'utilisent pas de levier et investissent principalement dans des instruments financiers traditionnels. Un exemple est notre investissement dans le fonds de merger arbitrage de Bear Stearns. Cette firme est active depuis plus de 40 ans en merger arbitrage pour son compte propre, sans jamais avoir connu une seule année négative! Leur fonds d'arbitrage, lancé il y a quelques années uniquement, est géré *pari passu* avec leur compte propre: c'est dire si l'on est bien servi!

Historiquement, comment se sont développées ces stratégies?

L'arbitrage s'est développé en Europe, avant de gagner les USA dans les années 30 et 40, lorsque les meilleurs spécialistes émigrèrent aux USA, contribuant ainsi à développer les principaux départements d'arbitrage des plus prestigieuses firmes de Wall Street. Pour en revenir à notre firme, mon grand-père, à travers notre établissement parisien

O. de Lubersac & Cie, pratiquait déjà une technique dont on parle beaucoup ces derniers temps: le *capital structure arbitrage*. Par exemple, à la fin des années 1920, la compagnie ferroviaire Paris-Orléans voulait émettre une obligation à 4% au pair; or mon grand-père connaissait une obligation de cette même compagnie, à maturité identique, qui payait 4.50% et qui se vendait en dessous du pair. Il avait acheté tout le papier disponible sur le marché et fait ainsi «une grande partie des frais généraux pour quelques mois», selon ses propres termes.

Comment expliquez-vous, si la technique est si ancienne, que le terme «hedge funds» soit, lui, beaucoup plus récent?

Les hedge funds ne sont que le résultat de la désintermédiation des proprietary trading desks de Wall Street. C'est à la fois un processus capitaliste, dans le sens où des traders s'estimant mal rémunérés dans la firme où ils sont employés se mettent à leur compte, avec l'espoir de faire fortune grâce aux «performance fees», et un processus démocratique permettant à tout le monde de profiter de techniques d'investissement jusqu'alors l'apanage d'une élite.

Investissiez-vous déjà pour vos clients dans ce type de stratégies avant de lancer Gutzwiller Two?

Certains de nos clients avaient investi dans le fonds d'arbitrage que je gérais à la fin des années 1980.

Autre particularité: vous avez choisi de créer un fonds spécialisé dans la stratégie event-driven, plutôt que de lancer un fonds multi-stratégie. Pourquoi?

Nous avons toujours historiquement favorisé des stratégies de niche et nous avons tendance à être anticycliques. Indépendamment de la connaissance que nous avons de ce domaine bien précis, nous nous sommes rendus compte que très peu de fonds de fonds s'intéressaient à ce domaine très particulier qu'est l'event driven. Il faut dire que pour un sélectionneur, le jargon du métier peut-être un peu dépaysant: il est plus aisé de dialoguer avec un gérant long & short qui expliquera pourquoi il est short X et long Y, ou avec un gérant macro qui donnera ses vues sur les marchés, qu'avec la plupart des gérants event driven, par ailleurs peu enclins à donner leurs idées à d'autres.

N'est-ce pas risqué de se concentrer sur une seule stratégie?

La stratégie, de par sa simplicité, est en elle-même un gage de sécurité. Mais si on l'étudie en profondeur, comme nous le faisons, on constate qu'elle est constituée de styles très divers: ainsi, le merger arbitrage tend à performer lorsque l'activité économique est forte, tandis que le distressed profite des périodes de ralentissement. Il y a différentes façons d'investir dans ces deux styles, et nous employons des gestionnaires avec des styles bien distincts. Si Bear Stearns représente l'aspect le plus classique du merger arbitrage, d'autres, tel que John Paulson, le pratiquent de façon moins traditionnelle. Dans le domaine du distressed, on trouve également des gestionnaires qui n'investissent que dans la partie finale du processus de «chapter XI»*, tandis que d'autres, plus agressifs, investissent en début de procédure. En résumé, il existe toutes sortes de variations autour de ces styles.

«Très peu de fonds de fonds s'intéressent à ce domaine très particulier qu'est l'event-driven...»

Pouvez-vous décrire chacun des styles de la stratégie event-driven?

Les deux styles principaux dépendent de la réalisation d'un événement donné. Pour le merger arbitrage, il s'agit de la réalisation d'une OPA et, pour le distressed, il s'agit du processus de restructuration de la dette d'une société en faillite sous le contrôle des tribunaux, selon le chapitre XI du code des faillites américain. Dans les deux cas, ces procédures prennent du temps et les titres se traitent à une décote du prix attendu. Les arbitragistes estiment les risques et rachètent ces titres aux investisseurs qui ne veulent pas attendre l'issue de l'événement ou qui craignent une issue défavorable. Pour simplifier, il s'agit d'une technique d'es-

compte traditionnelle, mais limitée à un secteur. Pour les besoins de notre recherche, qui suit un processus très systématique, nous classifions les fonds event driven en cinq classes: ceux qui pratiquent exclusivement l'arbitrage de fusions, soit le *merger arbitrage* (Bear Stearns), ceux qui pratiquent exclusivement le *distressed*, ceux qui mélangent les deux styles (Castlerigg), ceux qui pratiquent le *merger arbitrage* d'une façon créative (Paulson) et enfin ceux qui investissent dans des situations spéciales (Euro Partners).

Pourquoi regroupez-vous ces styles de cette manière?

Pour juger objectivement la performance des fonds, il faut pouvoir comparer ce qui est comparable. Nous comparons les perfor-

mances des fonds à l'intérieur de leurs classes respectives. Nous voulons les meilleurs de chaque classe. Bear Stearns, dans sa classe, appartient à l'élite, mais ses performances ne peuvent pas se comparer à celles de Paulson, qui prend plus de risque. De même, un fonds mixte merger arbitrage/distressed performera autrement qu'un fonds qui se limite au merger arbitrage. Les comparer sans tenir compte de ces spécificités serait une erreur.

A combien de fonds dans le monde estimez-vous votre univers d'investissement et où se trouvent-ils?

Nous avons examiné plus de 300 fonds qui prétendent être event driven. Mais beaucoup ne disent l'être que pour des raisons liées au marketing. Dans leur grande majorité, les gérants de nos fonds se trouvent aux USA, mais certains sont également représentés ou basés en Europe.

Quels est le dénominateur commun de vos gérants?

Nous aimons les gérants qui ont suffisamment d'expérience pour pouvoir transcender leurs techniques d'investissement. La grande majorité d'entre eux sont actifs depuis de nombreuses années et ont traversé le crash de 1987. Ils sont tous excellents dans leurs spécialités respectives et restent en tête de leurs classes. Certains continuent d'ailleurs de nous surprendre par leur capacité à dominer, année après année, leurs concurrents; ceux-là sont les entrepreneurs toujours en quête de succès, alors que les autres sont des gérants consciencieux. Nous aimons le mélange de ces deux types de personnalités. Vous voyez là encore une diversification.



Comment suivez-vous les gérants?

Nous sommes immergés dans leur stratégie et suivons systématiquement l'actualité des rachats de sociétés d'une certaine taille, tant aux USA que dans le reste du monde, ainsi que les nouvelles concernant les sociétés en difficultés. Cela nous permet de bien comprendre l'environnement dans lequel évolue les gérants et d'évaluer leurs performances objectivement. Cette compréhension de la stratégie, ajoutée aux flux d'informations reçus des gérants et à nos visites et appels téléphoniques à ces mêmes gérants, nous procure une très grande transparence.

Quels sont les pires risques de chacun des styles dans lesquels vous investissez et peut-on s'en prémunir?

Les deux styles souffrent lors de crises endémiques, telle que celle du fonds LTCM, et lorsqu'il y a un besoin de liquidités dans le marché. Pour cette raison, nous préférons investir dans des fonds qui utilisent peu ou pas de levier. D'ailleurs, la plupart des gestionnaires de fonds de merger arbitrage qui ont connus le crash de 1987 n'aiment pas le levier et ceux qui font du distressed ont un accès très limité au levier.

Comment agissez-vous lorsque le contexte n'est pas favorable à la stratégie event-driven?

Si nous avons des liquidités à investir et que le moment nous paraît peu propice, nous attendons que les choses se stabilisent. Pour le reste, et compte tenu de la complémentarité du merger arbitrage et du distressed, mais aussi du fait que la moitié de nos fonds sous-jacents mélangent ces deux styles, les portefeuilles de nos gestionnaires ont tendance à s'ajuster en fonction des opportunités. En septembre 2003 (période d'or pour le distressed), nous étions investis à 40% en distressed et à 27% en merger arbitrage, tandis qu'aujourd'hui, où il semble se dessiner davantage d'opportunités pour le merger arbitrage, nous sommes investis à 49% en merger arbitrage et à 26% en distressed.

Comment voyez-vous l'avenir des hedge funds en général, que certains jugent très préoccupant – trop de gérants, trop d'argent, trop d'opportunisme commercial, et pas assez de performance?

Je ne me fais pas trop de souci. Regardez le niveau des taux courts actuellement. La rentabilité de beaucoup de stratégies d'arbitrage s'exprime en multiples des Fed funds rates. Ceux-ci sont en train de remonter et cela devrait profiter à ces stratégies. Il y a plus de gérants et donc de choix, ce qui est un avantage pour les investisseurs que nous sommes. Certes il y a plus d'argent investi dans ce domaine, mais il y a également de nouveaux marchés financiers jusqu'alors inaccessibles dans lesquels l'argent peut travailler.

Finalement, quelle est la différence entre votre grand-père et vous-même?

C'était un grand arbitragiste. Je viens de retrouver un livre intitulé «Arbitrage» écrit par un certain Swoboda, publié en 1928, qui devait lui appartenir. A l'époque, les différences de cours des monnaies entre les différentes places boursières s'exprimaient en centimes, mais chaque détenteur d'un numéro de téléphone ne pouvait recevoir qu'une communication par jour de chaque pays étranger: il avait donc des collaborateurs dans les différents quartiers de Paris, chacun avec un numéro de téléphone distinct, et alors que les concurrents n'avaient le droit qu'à une communication par jour, il en avait ainsi quatre ou cinq. Pour en revenir à votre question, nous aurions aimé lui confier de l'argent. ■

Propos recueillis par Indira C. Tasan

* Le chapitre XI de la loi sur les faillites des Etats-Unis permet aux sociétés en graves difficultés financières de réorganiser leurs activités et leurs dettes.

«Nous aimons les gérants qui ont suffisamment d'expérience pour pouvoir transcender leurs techniques d'investissement.»