

THE IFA's

Wealth Gram

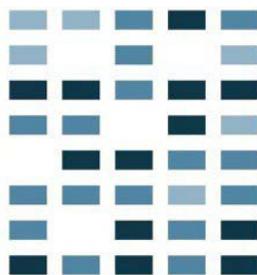
LA TRIBUNE MENSUELLE
DES MEMBRES DU GSCGI

wealthgram@gscgi.ch
www.gscgi.ch

Vol. III
N°25 - Février 2014



LES ÉVÉNEMENTS À NE PAS MANQUER POUR RÉUSSIR 2014



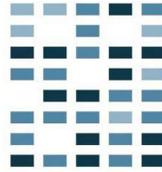
FUNDANA

PIONNIER
en 1993

UNE RÉFÉRENCE
aujourd'hui

VOTRE GUIDE
pour demain

LES ÉVÉNEMENTS À NE PAS MANQUER POUR RÉUSSIR 2014



FUNDANA

Si les investisseurs n'ont jamais eu autant besoin de nouvelles idées pour générer de la performance, ils ont rarement été autant sollicités par d'autres aspects que ceux de l'investissement. En effet, les changements structurels de la gestion de fortune en Suisse ont pris le devant dans beaucoup d'agendas de gérants indépendants. Les investisseurs institutionnels ne sont pas en reste non plus, puisqu'ils ont eux aussi leurs réformes structurelles à gérer (*recapitalisation, fixation du taux de conversion, primauté de cotisations ou de prestations*).

Et pourtant, les opportunités dans certaines stratégies alternatives abondent. Ayant décrit la stratégie action long/short et ses opportunités dans le Vol I. N°1 de Février 2012, nous souhaitons à présent vous présenter la stratégie "Event-Driven". Celle-ci se trouve au-devant d'années exceptionnelles en termes d'opportunités. Et comme disait Victor Hugo *"il n'y a rien de plus puissant qu'une idée dont le temps est venu"*.

Genèse de la stratégie Event Driven

Les premières transactions de type "Event-Driven" remontent à 1940, lorsque Gus Levy de Goldman Sachs commence le "merger arbitrage". Quarante ans plus tard, pendant la plus grande vague historique de Merger & Acquisition (M&A), Goldman Sachs, grâce à la direction de Bob Rubin, est non seulement un des acteurs principaux mais aussi une pépinière exceptionnelle de futurs talents. Le spin-out le plus fameux est celui de Tom Steyer en 1985 qui crée Farallon Capital et qui réussit à n'avoir aucun mois négatif pendant 7 ans¹! D'autres alumni de l'époque ne sont autres que Franc Brossens de Taconic, Richard Perry de Perry Capital, Eric Mindich d'Eton Park ou Edward Lampert d'ESL. Steyer est aussi un des précurseurs du distressed investing. Une fois la bulle M&A terminée et l'effondrement du marché des junk bonds en 1989, il se rend vite compte que la plupart des sociétés qu'il suivait sont en train de faire faillite. Il observe alors que les vendeurs d'obligations de ces sociétés en faillites sont des vendeurs forcés et que les

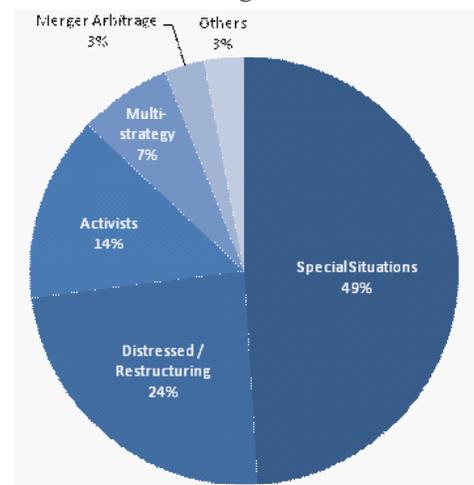
prix de vente sont bien en-dessous de la valeur sous-jacente de ces sociétés. Il commence alors à acheter le papier dont plus personne ne veut. Le "distressed investing" est né.

Event Driven

Les gestionnaires Event Driven recherchent des opportunités générées par des événements intervenant dans la vie d'une entreprise. Ces événements ont typiquement des échéances dans le temps et ont un impact important sur la structure du capital d'une société: une fusion/acquisition ("*M&A*"), une faillite ("*Bankruptcy*"), une liquidation ou un rachat d'actions ("*Share Buyback*"). La stratégie a l'avantage de pouvoir s'adapter aux cycles économiques. En effet, pendant les cycles haussiers les opportunités se trouvent du côté M&A et pendant les cycles baissiers, elles sont plutôt dans les situations de sociétés en phase de faillite et qui cherchent des repreneurs.

Selon Hedge Fund Research (HFR), la stratégie était en hausse en 2013 de +12.5% (*HFRI Event Driven en USD*), a annualisé +12% depuis le lancement de l'indice en 1990, représente 13% de l'univers des hedge funds (*en nombre de gérants*) et regroupe \$650Mia d'actifs sous gestion — le plus haut historique des 20 dernières années.

Toujours selon HFR, le graphique ci-dessous montre la répartition entre les sous-stratégies.



¹ Ce sera aussi le premier hedge fund qui réussira à convaincre David Swensen du Yale Endowment d'investir dans un hedge fund.

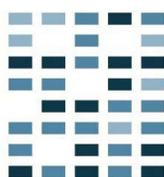
CONTINUED ON PAGE 3

LES ÉVÉNEMENTS À NE PAS MANQUER POUR RÉUSSIR 2014

CONTINUED FROM PAGE 2

La transaction classique de l'Event Driven

La transaction classique émane des M&A et se nomme “merger arbitrage” ou “risk arbitrage”. Le positionnement typique est d'acheter les titres de la société qui se fait racheter dans le but de capturer l'écart (*spread*) entre le prix annoncé par l'acquéreur (par exemple \$42) et le prix auquel traite la cible sur le marché (par exemple \$40)². Une fois que la fusion est approuvée par les actionnaires et les régulateurs quelques mois plus tard, l'écart disparaît. Afin de se couvrir contre les risques de marché, l'investisseur peut aussi vendre les titres de la société qui fait le rachat si la transaction est basée sur un échange d'actions. L'avantage principal de cette transaction est de générer un rendement (\$2/\$40, soit 5%) en quelques mois qui n'est pas corrélé au marché. En effet, si le marché monte ou baisse de 10%, cela n'aura aucune incidence sur la transaction puisque la fusion peut tout de même avoir lieu même si le marché bouge de plus ou moins 10%. Bien sûr, si le marché s'effondre comme en 1987 ou en 2008, les deux parties peuvent annuler leur intention de fusionner soit à cause de considérations stratégiques soit à cause de l'incertitude de pouvoir obtenir le financement pour une telle transaction³. Mais hormis ces situations rares, cette stratégie a permis depuis janvier 1990 de générer un rendement attractif de 8.4% par année avec une corrélation de 0.5% au S&P 500.



FUNDANA

Où se trouvent les opportunités

Comme évoqué ci-dessus, un des avantages de la stratégie est de pouvoir s'adapter aux cycles économiques et de toujours pouvoir trouver des opportunités.

Pour bien comprendre le potentiel de la stratégie pour les années à venir, il est important de rappeler le contexte dans lequel opèrent les entreprises, notamment aux Etats-Unis. En effet, les sociétés américaines ayant déjà effectué une extrême

compression de leurs coûts ces dernières années et l'économie US n'affichant qu'une faible croissance (3% contre un *trend historique de 5%*), une des dernières possibilités pour faire croître les bénéfices passe par des fusions/acquisitions ou des rachats d'actions, deux opérations Event Driven!

Si l'environnement pour le “merger arbitrage” n'est pas des plus facile⁴, il est encore possible de trouver des transactions offrant des rendements intéressants. C'est le cas notamment des transactions complexes ou des situations de surenchère d'offres d'achat. La décision en 2013 de Verizon Communications d'acquérir pour \$130Mia Cell co de Vodafone illustre bien ce cas de figure. Au vu de la complexité de la transaction, de la structure cross-border des entités et de l'incertitude de la valeur du stub de Vodafone, le spread a été de 10%, soit 27% annualisé!

Beaucoup d'actionnaires ont été déçus par le manque d'actions stratégiques de nombreux CEOs qui disposaient de montants de cash importants en trésorerie. Ils ont alors décidé de prendre les choses en main et de devenir actifs sur le conseil d'administration et le management de ces entreprises. Cette stratégie dite “activist”, est revenue en force l'année passée. Les acteurs les plus connus dans ce domaine sont Carl Icahn de Icahn Enterprises, Daniel Loeb de Thirdpoint, Bill Ackman de Pershing Square ou Barry Rosenstein de Jana Partners. Si la presse a surtout fait écho de Herbalife l'année passée, la réalité est que la plupart des activistes obtiennent des arrangements avant de soumettre leur plan au vote des actionnaires et que dans la majorité des cas, le vote de ces derniers leur est favorable⁵.

D'autres opportunités sont à saisir dans les “spin-off” de sociétés. La société Agilent fournit un exemple d'actualité. En effet elle a décidé, sous la pression de ses actionnaires, de se scinder en deux et de créer une entité à part entière pour chacune de ses activités

² Le positionnement atypique est de faire l'inverse ou «to Chinese a deal» pariant essentiellement que la fusion ne se fera pas.

³ Pendant la crise de 2008, plusieurs transactions n'ont pu avoir lieu car le marché du crédit avait cessé de fonctionner.

⁴ Le nombre de transactions globales est en forte diminution (-30% par rapport au cycle de pre-2008), les transactions sont, en moyenne, plus petites (\$5Mia contre \$15Mia) et les spreads sont très serrés puisque par exemple plus de la moitié des deals en décembre 2013 affichait un spread entre 0% et 5% pour une moyenne de 4%.

⁵ Selon, Institutional Shareholder Services 68% des proxy fights de l'année passée ont été approuvés.

CONTINUED ON PAGE 4

LES ÉVÉNEMENTS À NE PAS MANQUER POUR RÉUSSIR 2014

CONTINUED FROM PAGE 3

principales, à savoir Life Sciences et Electronic Measurement. Après cette annonce, le titre est monté de 24%. Une fois le spin-off complété les deux entités intéresseront considérablement des investisseurs stratégiques. Au vu de ces éléments, le potentiel de hausse pour le titre est estimé par certains gérants entre 30% et 50% selon les scénarios!

Une autre sous-stratégie à ne pas négliger est le **“distressed”** même s’il faut reconnaître qu’avec un taux de défaut à 2% (*contre une moyenne historique de 5% selon S&P LCD*), les opportunités sont moins abondantes qu’après 2008⁶. Toutefois, il y a encore des offres d’échange lors de faillites qui présentent des rendements bien au-dessus du marché.

Dans le cas de la restructuration d’une entreprise, les créanciers ont le choix d’échanger leur titre de créance contre une nouvelle obligation et/ou des actions de la société.

Un exemple marquant de l’année passée est celui de la société Houghton Mifflin Harcourt où les détenteurs de la dette ont échangé leurs obligations contre des actions générant ainsi un rendement de 80%! Autre exemple en 2013: les obligations General Motors Nova Scotia Finance Co ont été échangées contre des actions de GM; le tout pour un rendement de 70%.

Comment investir dans l’Event Driven?

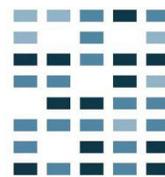
Si les transactions décrites ci-dessus semblent intuitives et simples, elles n’en sont pas moins difficiles à implémenter et à gérer. En effet, nombre de ces situations nécessitent l’expertise d’avocats afin d’analyser les offres en cas de fusions/acquisitions ou pour déterminer comment la cour de liquidation traitera le détenteur de telle obligation subordonnée dans les cas de faillites.

Il en résulte qu’il est plus judicieux de faire appel à des spécialistes dédiés à ces stratégies. Si les stars de la stratégie ne sont pas difficiles à trouver (*pour certains d’entre eux voir plus haut!*), le vrai travail commence lorsqu’il faut suivre ces gérants afin de s’assurer que leur portefeuille reste liquide et diversifié. En effet, de nombreux fonds ont eu des problèmes de liquidité en 2008, notamment à cause d’une exposition trop importante dans le

secteur du crédit ou de positions trop concentrées pour certains activistes. Avoir une équipe d’analystes dédiés à cette surveillance permet d’éviter cet écueil. De plus, une approche fonds-de-hedge funds (*“FoHF”*) permet d’avoir un vrai *portefeuille* de talents.

S’il existe très peu de FoHFs dédiés à l’Event Driven, la plupart des fonds multi-stratégies ont des allocations significatives à cette stratégie. Toutefois, pour de nombreux d’investisseurs, les véhicules multi-stratégies regroupent malheureusement aussi beaucoup d’autres stratégies rendant la compréhension du fonds très compliquée.

Vu l’intérêt et le besoin pour les investisseurs d’augmenter leur allocation action long/short, l’approche optimale est de trouver un FoHF ayant majoritairement des allocations aux actions long/short et à l’Event Driven. Le fonds **Trocadero Capital Holdings** répond à ce critère puisque l’allocation à ces deux stratégies est de 95%. Depuis son lancement il y a dix ans, le fonds est en hausse de 58% contre l’indice HFRX Global Hedge Fund qui lui affiche une performance de 14%.



FUNDANA



Cédric KOHLER

FUNDANA SA

www.fundana.ch

cedric.kohler@fundana.ch

⁶ La crise de 2008 avait fait monter le taux de défaut à plus de 10% notamment à cause de la faillite de Lehman Brothers, une des plus grosses et des plus complexes faillites historiques. Toutefois, la liquidation de Lehman Brothers touche maintenant à sa fin et il ne faudra pas compter sur cette situation en 2014.

LE SPONSOR DE FÉVRIER 2014

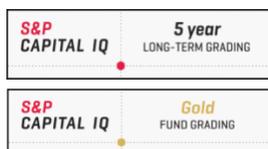
FUNDANA SA — www.fundana.ch — Membre du GSCGI



Fundana c'est...

Une équipe stable et expérimentée se concentrant sur le long-terme

- Société fondée en 1993
- Depuis vingt ans exclusivement **dédié à la gestion alternative**
- Boutique **100% indépendante** et détenue par ses fondateurs
- Masse sous conseil de **\$1.2Mia** (*le plus haut historique*)
- **3%** de la masse des fonds gérés provient des **partenaires et employés**
- **40%** de la masse des fonds gérés provient d'**investisseurs institutionnels**
- **2008 année difficile mais révélatrice**: pas de Madoff, de «gates», de «side pockets» ou suspension de remboursement
- Création et conseil de seulement 3 Fonds de Hedge Funds et donc **pas de «biais de survivance»**
- **Produits approuvés** par Crédit Suisse, Julius Baer et connus par des consultants tels que Mercer, Hedgegate
- Produits et gestion orientés sur **la simplicité, la liquidité, la transparence** et bien sûr aussi **la performance**
- Reconnu et primé régulièrement par l'industrie:



Pourquoi Fundana

- 1 **Un partenaire indépendant et local:**
 - grande flexibilité dans nos choix de gestion
 - proximité géographique avec nos clients qui permet un dialogue direct et facilite la transparence
- 2 **Un partenaire avec plus de 20 ans d'existence:**
 - la stabilité éprouvée d'une maison qui a su traverser plusieurs crises
 - une équipe de spécialistes expérimentés qui maîtrise son domaine de compétences
 - investisseurs à vos côtés
- 3 **Une vraie valeur ajoutée en termes de performance**
 - des performances absolues et relatives depuis les lancements des fonds
 - plus de 300% de hausse pour le Prima Capital Fund, Equity Long / Short FoHF, depuis son lancement en 1993. Une performance annualisée de 7.2% sur 20 ans.