



LAFFITTE
CAPITAL MANAGEMENT

Comprendre les stratégies d'arbitrage avec Laffitte Capital Management

09/04/14

Laffitte Capital Management, spécialiste français des stratégies d'arbitrage, propose une découverte de cet univers au travers d'une série de questions-réponses.

I – Pour commencer, quelques définitions...

Qu'appelle-t-on « stratégies d'arbitrage » ?

Les stratégies d'arbitrage consistent à bénéficier d'une inefficience temporaire de marché. Une inefficience se traduit par un écart de prix entre la valeur théorique d'un actif et son cours coté sur le marché. Le rôle de l'arbitragiste consiste donc à prendre une position sur le marché qui aura pour effet de normaliser la situation.

Sur quels actifs financiers peuvent-elles s'exercer ?

Les arbitrages peuvent concerner toutes types d'actifs : les actions, les indices boursiers, les taux d'intérêt, les taux de change, les matières premières, les dividendes, le crédit... Ces arbitrages nécessitent donc une expertise bien précise.

Laffitte Capital Management est plus particulièrement spécialisé dans les arbitrages liés aux actions, aux indices et aux dividendes.

II – Quelques exemples pour illustrer...

Exemple d'une stratégie d'arbitrage sur indices

La composition des indices boursiers est revue périodiquement par un comité scientifique. Il décide de faire entrer des titres dans un indice et d'en sortir d'autres en fonction de règles spécifiques à chaque indice comme la capitalisation boursière, le flottant, la typologie des actionnaires, le secteur ou la zone géographique... Ces ajustements ont pour effet de **modifier fortement les flux d'achats et de ventes** sur les titres concernés. En effet, un gérant qui réplique un indice devra automatiquement vendre les titres qui sortent de cet indice (pression vendeuse purement technique) et acheter les titres qui vont rejoindre ce même indice (pression acheteuse).

Laffitte Capital Management va exploiter cette situation spéciale en achetant en amont des titres qui vont être momentanément « sur-achetés » et en vendant des titres « sur-vendus » sans lien direct avec la tendance générale des marchés boursiers ou les résultats financiers des sociétés concernées. Quand les gérants estiment que les flux liés à l'ajustement de l'indice sont passés sur le marché, ils soldent leurs positions en anticipant un retour à la normale du parcours boursier des titres concernés par l'ajustement.

Ainsi, l'entrée d'EADS dans l'Eurostoxx 50 a impliqué un volume d'échanges du titre plus de 10 fois supérieur à la normale grâce à une pression acheteuse très forte. Le titre s'est envolé de près de 10% entre l'annonce de son entrée dans l'indice Eurostoxx le 1/3/13 et son entrée effective le 15/3/13. Cette performance illustre bien l'existence d'inefficiences temporaires de marché.

Exemple d'une stratégie d'arbitrage sur dividendes

Les stratégies d'arbitrage sur dividendes s'appuient sur le marché listé des dérivés sur dividendes. Elles consistent à comparer les dividendes cotés sur le marché aux dividendes estimés par l'équipe de gestion.

Prenons l'exemple d'Orange qui a annoncé payer un dividende annuel de 80 cts au titre de l'année fiscale 2013, payant un dividende intérimaire de 30 cts en décembre 2013 et le solde de 50 cts en juin 2014. Orange avait par ailleurs versé 20 cts le 6/6/13. La somme des dividendes payés sur l'année calendaire 2013 doit donc être de 50c. Or, le Future sur dividende maturité 2013 cote 46 cts. Le marché anticipe soit le risque que l'entreprise ne verse pas in fine la totalité des 50 cts annoncés ou bien décale la date de paiement du solde de dividende. Si l'on considère que ces risques sont maîtrisables, la stratégie consiste alors à acheter le Future sur dividende à 46 cts sur le marché listé pour encaisser 4cts lors du versement de la deuxième partie du dividende en fin d'année, soit un rendement de 8%.

Exemple d'une stratégie d'arbitrage sur fusions-acquisitions annoncées ?

Une stratégie d'arbitrage sur fusions-acquisitions consiste à tirer profit de la décote qui peut exister entre le cours d'une action, cible d'une offre d'achat, et le prix de l'offre d'achat. Cette décote résulte notamment du fait que même si une offre est officiellement lancée, elle n'a pas pour autant l'assurance d'être finalisée.

Entre l'annonce et le règlement effectif d'une offre, une opération nécessite de nombreux accords comme le feu vert des autorités de concurrence ou de régulateurs sectoriels, l'assurance de boucler le financement, le vote des actionnaires, le soutien des conseils d'administrations... Le rôle de nos gérants est d'identifier et d'évaluer ces risques potentiels et d'estimer si la décote du marché reflète bien la situation.

Si tout se déroule normalement, Laffitte Capital Management achète la société cible d'une offre avec une décote et apporte ses titres à l'acheteur afin de capter cette décote.

Par exemple, Berkshire Hathaway avec l'aide de 3G Capital annonce le 14/2/13 qu'il souhaite acheter la célèbre marque de ketchup américaine H.J. Heinz au prix de 73\$ par titre (dividende inclus). A l'annonce de cette nouvelle, le cours de H.J. Heinz est passé de 60.50\$ à 72.15\$, affichant donc une décote de 1.2% flat par rapport au prix d'OPA. Laffitte Capital Management a acheté des titres H.J. Heinz sur ces niveaux pour les apporter à l'offre le 10/6/13, empochant un bénéfice de 4.80% annualisé.

III – Qu’attendre des stratégies d’arbitrage ?

Quel objectif de rendement vise-t-on ?

Ainsi que nous l’avons vu au travers des différents exemples, certaines positions peuvent délivrer des performances supérieures à 10% ; d’autres génèrent des rendements de l’ordre de 5%.

Chaque gérant définit ses propres objectifs de rendement pour la gestion de son fonds.

Chez Laffitte Capital Management, par exemple, les fonds Laffitte Index Arbitrage et Laffitte Risk Arbitrage Ucits sont gérés pour délivrer une performance dans une fourchette EONIA + [4-7] %.

Il est par ailleurs important de mentionner que ce type de rendement est obtenu sans être lié aux tendances des marchés actions. Le rendement obtenu est l’unique résultat de l’identification et du bénéfice d’une inefficience de marché à un instant donné.

En cas de forte correction des marchés actions, nos fonds démontrent une résilience très forte et affichent souvent une performance positive dans un environnement baissier.

Quels sont les risques spécifiques

Toute position est liée à la détection d’une inefficience de marché. Les risques sont donc spécifiques à chaque arbitrage.

Le risque principal est donc celui d’une mauvaise analyse de l’inefficience de marché et de la non-réalisation du scénario attendu.

Concernant les stratégies liées aux dividendes, le risque principal est logiquement une mauvaise estimation de la politique de dividendes des sociétés. Concernant les arbitrages sur indices, le risque réside dans une mauvaise anticipation des titres devant rejoindre ou quitter un indice. Quant aux arbitrages de fusions-acquisitions annoncées, le risque principal réside dans l’échec de l’offre annoncée ce qui implique le retour du titre objet d’une offre d’achat à son cours avant l’annonce.

Les risques plus classiques liés aux marchés actions, aux risques de taux, de crédit et de change ont un impact négligeable sur nos stratégies.

Est ce que c’est liquide ?

La liquidité d’une stratégie d’arbitrage dépend très largement de la liquidité de l’actif sur lequel porte l’arbitrage.

Laffitte Capital Management gère des fonds à valorisation quotidienne, elle applique donc des filtres drastiques sur la liquidité des supports utilisés. Toute position du portefeuille doit pouvoir être liquidée d’un jour à l’autre avec un impact minime sur la valorisation du fonds.

IV – Comment les utiliser au mieux ?

Quel est le cycle de marché le plus favorable à ce type de stratégie ?

Les arbitrages liés aux dividendes et aux indices sont peu dépendants de cycles économiques puisqu'il y a tout au long de l'année des paiements de dividendes et des modifications d'indices. Il existe néanmoins des périodes plus actives pour les indices liées notamment aux révisions trimestrielles ou biennuelles.

Les stratégies liées aux fusions-acquisitions sont logiquement plus dépendantes de l'activité des fusions-acquisitions. Le fait que le fonds Laffitte Risk Arbitrage Ucits développe ces arbitrages aussi bien en Europe qu'en Amérique permet de réallouer le portefeuille vers les zones les plus dynamiques.

Comment intégrer ces fonds à un portefeuille diversifié ?

Ces fonds ont bien leur place dans un portefeuille diversifié puisque ce sont des stratégies non directionnelles qui doivent générer de la performance quel que soit le mouvement des marchés. Ces fonds permettent d'optimiser la poche liquide et moins risquée du portefeuille une fois que l'exposition sur les actions et les obligations a été fixée. Selon l'aversion au risque de l'investisseur, ces fonds peuvent représenter de 10% à 30% d'un portefeuille.

V – Qui sont les acteurs de ce marché ?

Qui sont les principaux acteurs en matière de stratégies d'arbitrage ?

Historiquement les acteurs de ces stratégies intervenaient presque exclusivement au sein des banques d'investissements par l'utilisation des fonds propres de la banque. C'était le cas des fondateurs de Laffitte Capital Management.

Depuis 2008, le poids des banques d'investissement recule au profit de structures externalisées ou de sociétés de gestion indépendantes locales ou off-shore.

Quelle place occupe Laffitte sur le marché ?

En 2007, Laffitte Capital Management a été un précurseur en France et en Europe à apporter son expertise des stratégies d'arbitrage à sa clientèle dans le cadre de fonds liquides et régulés (Ucits).

Jusque là, ce type de fonds était essentiellement réservé à des investisseurs qualifiés ou des investisseurs institutionnels via des fonds off-shore peu liquides. Dorénavant, un particulier peut avoir accès à ce type de gestion dans des conditions comparables à celles des investisseurs institutionnels. Il peut même loger ses investissements dans des contrats d'assurance-vie.

Historiquement connue pour son expertise des arbitrages de décotes de fusions-acquisitions, Laffitte Capital Management propose depuis l'année dernière un fonds spécialisé sur les rebalancements d'indices et sur les dividendes.