

Chronique des hedge funds

Les stratégies spécialisées sur le secteur Utilities offrent des gains décorrélés



Olivier Bézalgues*

Si certains gérants ont une vocation généraliste et investissent indistinctement dans tout type de titres sans vraiment se soucier du secteur industriel du titre, d'autres ont une approche beaucoup plus exclusive et ne se concentrent que sur un univers de titres limité à un secteur industriel bien défini. En effet, il est plus facile d'être convaincu par les atouts et l'expertise d'un gérant sectoriel que par les connaissances holistiques d'un gérant généraliste. Le secteur qui nous intéresse aujourd'hui est un secteur d'actualité mais relativement jeune en Europe continentale: le secteur des valeurs utilitaires.

Il regroupe de nombreuses ex-compagnies du secteur public telles que la production et la distribution d'électricité, ou encore l'extraction, l'acheminement et le traitement de l'eau ou du gaz. Au siècle dernier, la majorité des pays confiait ces services à des monopoles publics

qui combinaient souvent les responsabilités opérationnelles avec les rôles de réglementation.

Les insuffisances de cette approche se sont révélées au cours des années 90, et de nombreux gouvernements se sont lancés dans des programmes de réformes pour tirer parti des avantages de la participation du secteur privé, et de formes plus efficaces de réglementation reposant sur l'établissement d'agences de réglementation spécialisées et indépendantes.

En Europe, le secteur a connu de profonds changements dominés par la directive européenne imposant la libéralisation de ce secteur pour l'échéance de juillet 2007. Les nouvelles réglementations qui se sont traduites par des lois et l'attribution de licences ont recréé un climat de confiance avec les investisseurs. Ce contexte explique la fièvre qui a gagné le secteur ces dernières années, et plus récemment l'Espagne, avec l'offre hostile de Gas Natural sur Endesa.

Les titres du secteur Utilities sont typiquement des compagnies à faibles risques industriels, mais à fort rendement sur capital et ont une sensibilité moindre aux différentes phases du cycle économique. Titres

défensifs par excellence, ils restent toutefois très sensibles aux risques politiques et aux changements de cadres réglementaires.

Dans ce secteur, le travail du gérant consiste à identifier quelles seront les entreprises qui pourront tirer profit de ces bouleversements et celles qui en pâtiront. Souvent ces gérants sont d'anciens analystes spécialistes du secteur ou d'anciens membres de commissions de réglementation. Ici la compréhension du cadre réglementaire est fondamentale. Le thème de l'attribution des licences de distribution a souvent été un thème clé pour ces gérants che-

vronnés. Les portefeuilles de ce type de gérant regroupent généralement plusieurs thèmes d'investissement. Le premier s'appuie sur le flux d'événements et se rapproche de l'approche Event Driven. Le second repose sur une approche classique de pair trading, où le gérant est long, une société prometteuse, et short, une société dont les fondamentaux sont en cours de détérioration. Enfin, la dernière approche repose sur l'activisme éventuel du gérant dans le cas de restructuration au long cours. Suite à cet effort de rationalisation, de nombreuses sociétés du secteur se sont verticalisées en

réallouant le capital autour de leur activité principale, au détriment de leurs activités satellites.

Ce type de fonds présente un bon profil de diversification dans un portefeuille de fonds long/short car cette niche est peu corrélée aux marchés actions et en affichant un Beta très faible par rapport au marché. La niche n'étant pas encore encombrée par de trop nombreux gérants, les rendements disponibles sont convoités par un nombre réduit d'investisseurs, d'où une facilité toute relative à dégager ceux-ci. Cependant le gérant de niche est souvent par nature difficile à trouver, tant la niche est parfois ésotérique.

*Analyste Financier CIIA

Défensifs par excellence, les secteurs des Utilities restent très sensibles aux risques politiques

Cette stratégie de niche, exploitée par peu de gérants, offre des rendements convoités par encore peu d'investisseurs