

La chronique des hedge funds

L'arbitrage sur obligations convertibles fait son retour, sur fond de reprise de la volatilité

Gestion alternative Ce type de gestion bénéficie des récents pics de volatilité dus à la saison des résultats et à la situation géopolitique. Cette stratégie pourrait être l'une des plus profitables de l'année



Olivier Bézalgues*

Depuis le début de l'année l'arbitrage sur obligations convertibles affiche de belles couleurs après deux années particulièrement difficiles. L'indice HFRI Convertible Arbitrage Index affiche une performance de 6,29% à fin juin sans un seul mois négatif et cela dans un environnement de marché des plus tumultueux. En 2004, ce même indice donnait une performance de +1,18% et en 2005 de -1,86%.

L'arbitrage sur obligations convertibles est une stratégie utilisée par de nombreux hedge funds que l'on retrouve tout autant chez les fonds spécialisés que chez de nombreux fonds multistratégies. Ce type de gestion consiste à investir dans des obligations convertibles tout en vendant à découvert simultanément les actions de la société émettrice. Une obligation convertible autorise son porteur à convertir la valeur nominale de l'obligation en des actions de

la société émettrice à un prix prédéterminé. Si cette stratégie est de type *market neutral*, elle n'en réclame pas moins une couverture du risque de taux et du risque crédit efficace.

2004 a été une année intéressante dans la mesure où elle illustre ce qu'il advient d'une stratégie quand la masse gérée atteint la capacité maximale de la classe d'actifs. Durant cette période les acheteurs à l'émission d'obligations convertibles étaient essentiellement des gérants de hedge funds. Ceci a eu pour effet de créer un environnement délétère et d'intensifier la concurrence entre les différents acteurs de ce marché. Certains gérants n'ont pas hésité à traiter des titres très peu liquides et à appliquer des leviers élevés pour maintenir leur niveau de rendement. L'assèchement de la liquidité dû à la remontée des taux, ainsi que les secousses sur le marché du crédit ont eu raison de ce type de gestion. Fin 2004, en raison de performances anémiques voire négatives, les premières redémptions ont déclenché une première vague de vente des obligations convertibles.

C'est dans ce contexte difficile qu'en mars 2005, après deux mois négatifs et les hausses de taux répétées de la Fed, a débuté la descente aux enfers de GM. Le marché du cré-

dit s'est retrouvé particulièrement déprimé. Les obligations convertibles, dont une grande partie est émise par des sociétés au rating moyen, ont à nouveau fait les frais de cette situation. Pour les gérants, il est difficile de couvrir le risque crédit sur certaines obligations convertibles. En effet, les CDS (Credit Default Swaps) ne sont disponibles que pour les titres les plus liquides.

Redémptions en cascade

Après avoir été très convoitée jusqu'à mi 2004, la stratégie a été délaissée suite à cet enchaînement de déconvenues. Ceci a créé une hémorragie dans la masse gérée par le jeu des redémptions en cascade. La stratégie a perdu plus de 30% de ses actifs. Ainsi, beaucoup de gérants ont vu la taille de leur fonds se réduire à des peaux de chagrin, les moins chanceux ont dû les liquider.

La seconde moitié de 2005 a vu la stratégie se reprendre légèrement, mais l'enthousiasme des investisseurs n'était plus là pour inverser la tendance en termes de flux d'actifs. D'où des situations inédites: l'on a pu voir des obligations convertibles évaluées comme des obligations normales, où l'option implicite de la convertible avait une valeur nulle.

Actuellement, la stratégie bénéficie des récents pics de volatilité, conséquence de la saison des annonces de résultats et de la situation géopolitique. En juin, l'indice VIX a dépassé les 20% et s'est maintenu au-delà des 18% en juillet. Ce sont les plus hauts niveaux de volatilité observés depuis deux ans. En outre, la volatilité de certains noms a littéralement décollé, ce qui est très encourageant. Cette volatilité en hausse et le nombre relativement faible de gérants sur la stratégie sont très favorables à ce type de gestion. La position longue sur l'obligation convertible est en effet une position longue sur la volatilité.

Il semble que la dernière vague de redémption ait eu lieu en novembre dernier suite à la secousse subie par les marchés en octobre. Cependant, le volume des redémptions était sans commune mesure avec ce qui est arrivé en 2005. Le marché des émissions semble à nouveau rencontrer des acheteurs et la proportion de hedge funds est toujours faible. Ce marché semble avoir retrouvé son équilibre. Avec des fondamentaux en amélioration, cette stratégie pourrait bien être l'une des plus profitables de l'année.

*Analyste financier CIIA.