

# L'arbitrage poursuit sa route

Malgré l'échec NXP-Qualcomm, les performances de cette stratégie restent parmi les meilleures en 2018.

PAR FABRICE ANSELMI

Twitter @fanselmi396

+ EMAIL fanselmi@agefi.fr

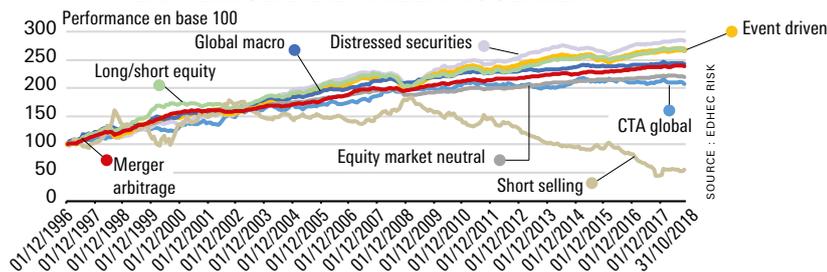
**C**HUTES DES PRIX DES ACTIONS, DU CRÉDIT, du pétrole... les mauvaises nouvelles se sont accumulées en 2018, sauf pour les *hedge funds* qui ont réussi à se décorréliser des marchés via l'arbitrage de fusions-acquisitions (M&A). Ces stratégies ont généré entre 0 % et +3 % de rendement selon les indices (et l'effet dollar). « Il s'agit de stratégies à faible *beta structurel*, qui ont tendance à donner de meilleurs résultats lorsque les marchés boursiers sont en baisse », avance Jean-Baptiste Berthon, analyste senior chez Lyxor, revenant aussi sur un beau premier trimestre du M&A soutenu par la croissance et les politiques fiscales aux Etats-Unis. Autre signe de confiance, les *spreads* moyens entre prix d'acquisition et prix de marché tendent à se resserrer (autour de 4,5 % annualisé) : les fonds de « *merger arbitrage* » interviennent normalement après l'annonce d'une offre sur une société cotée qui entraîne mécaniquement la hausse du titre ciblé, en cherchant à capter la décote qui s'effacera en cas d'aboutissement du *deal*. « L'idéal est donc de disposer d'un univers avec un grand nombre d'opérations annoncées comportant des risques d'échecs faibles et laissant des décotes attractives », estime Martin Dauce, associé chez Laffite Capital, dont le fonds Ucits assume une gestion active des décotes, « grâce à des outils propriétaires développés depuis plus de vingt ans permettant une gestion rigoureuse des risques ». Les décotes « moins justifiées » amènent souvent à se renforcer, en achetant la cible pour les offres en *cash*, ou en achetant la cible et en vendant l'acquéreur à découvert (dans les mêmes proportions) pour les offres en titres.

## 6 % D'ÉCHECS EN 2018

**Après l'annonce de l'opération**, ces stratégies doivent donc jauger les risques de blocage liés aux autorités de la concurrence, à la réglementation sectorielle, aux clauses spécifiques, à l'approbation des actionnaires ou au financement. Ces derniers temps, s'ajoute une composante politique avec la guerre commerciale entre les Etats-Unis et la Chine, dont résulta l'échec de l'opération NXP-Qualcomm : le numéro un mondial des puces

pour téléphones mobiles a dû renoncer en juillet au rachat de son concurrent néerlandais NXP, faute d'avoir obtenu le feu vert de l'autorité chinoise de la concurrence – la SMRA s'était abstenue de prendre position dans les délais impartis au lieu de se prononcer négativement et d'attiser encore les tensions. « Si les fonds d'arbitrage ont été affectés, c'était d'abord en mars quand beaucoup ont réduit significativement leur exposition », nuance Jean-Baptiste Berthon. « Nous avons bien gagné sur des *'deals'* tranquilles comme Shire-Takeda ou très porteurs comme Sky-Fox-Comcast, mais il fallait surtout éviter les *'deals'* échoués (environ 6 %, NDLR) », confirme Anne-Sophie d'Andlau, associée de CiAM, qui a généré un bon rendement en se tenant à l'écart de NXP. Depuis, la confiance est revenue avec un risque réglementaire atténué, d'abord cet été quand le gouvernement américain, qui s'était mis en tête de bloquer certaines fusions verticales, s'est vu retoqué par la justice sur l'opération Time Warner-AT&T (décision en appel), puis en

## BON RATIO RENDEMENT/VOLATILITÉ EN PÉRIODE DE RALENTISSEMENT



novembre avec l'approbation chinoise des opérations Rockwell Collins-United Technologies et 21st Century Fox-Walt Disney, même si la guerre commerciale persistera dans les technologies.

Pour 2019, le marché M&A pourrait ralentir globalement, « mais pas en Europe où les *'deals'* défensifs sont nécessaires pour lutter face aux acteurs américains et chinois », poursuit Anne-Sophie d'Andlau. « La perspective d'une hausse des taux progressive serait un facteur de soutien pour cette stratégie grâce à un portage plus élevé. Et un retour en grâce des marchés obligataires pourrait désengorger ce segment du *'merger arbitrage'*, très recherché l'an dernier », analyse Jean-Baptiste Berthon. Avec tout leur *cash*, « les fonds de *'private equity'* devraient continuer à soutenir l'activité, même sans dette comme Vista Equity Partners sur Apttio et Mindbody », ajoute Martin Dauce, avant de conclure sur la poursuite de consolidations dans l'énergie, les télécoms, la pharmacie, les assurances, ou de rapprochements liés à la « digitalisation » de l'économie. ■