

TCW/DOUBLELINE

La dure vie des stars!

Le conflit TCW/DoubleLine se situe dans le monde de la gestion traditionnelle, mais possède de nombreuses caractéristiques d'un «scénario du pire» tel qu'il se matérialise parfois avec les gérants-vedettes de hedge funds. Le titre – *Un des dix plus gros désastres de la décennie* – que lui a décerné la revue *US News & World Report* n'est pas volé, du moins si l'on se place du point de vue de l'investisseur lambda.

Véronique BÜHLMANN

Investi depuis dix ans dans le TCW Total Return Fund qui lui rapporte près de 8% par an, lambda est convaincu de la qualité de son gérant Jeffrey Gundlach.

Il est d'autant plus serein que les performances 2009 sont exceptionnelles, approchant les 20%, et qu'en novembre 2009, «sa» vedette est nommée par Morningstar pour le titre de *Gérant taux fixes de la décennie*. Soudain, il se réveille le 4 décembre et apprend l'acquisition de Metropolitan West Management par TCW et la nomination, dès la clôture de la transaction, de Tad Rivelle au poste de CIO des stratégies de taux «high grade» du groupe TCW. Quid de Jeffrey Gundlach, l'actuel patron de ces stratégies? Il lui faut lire jusqu'au bas de la 4^e page du communiqué qui en compte cinq, pour apprendre que ce dernier «a été démis de ses fonctions de CIO et gérant des fonds et mandats de taux high grade de TCW, et destitué de ses fonctions d'administrateur de TCW Group, Inc. TCW regrette d'avoir été obligé de prendre cette décision». Faible consolation, les nouveaux venus et leur CIO Tad Rivelle possèdent «des stratégies de taux reconnues et primées», affirme le communiqué.

Quid du style?

En investisseur consciencieux, lambda saute sur son site Morningstar et y trouve cette analyse titrée *Un tremblement de terre virtuel dans le monde des taux à LA* (Los Angeles). Virtuel en effet, parce que, finalement, le changement est mineur: l'équipe taux fixe spécialisée dans les hypothèques de MetWest est «talentueuse» et, en 2005,

Tad Rivelle et son équipe se sont vus primés pour leur gestion taux fixe. Ainsi conclut l'analyste, «cela devrait rassurer les investisseurs quant aux capacités de TCW». Peut-être, mais pour lambda, le coup est rude, ce qu'il recherche, c'est un style de gestion particulier et il n'apprécie guère que sa vedette soit remplacée, même par de bons élèves. Dans l'immédiat, que faire? Après tout, Philip Barach, qui a fondé le Total

«Ne comparez pas pommes et poires: TCW et MetWest ne jouent pas sur le même terrain (obligataire)»

Return avec Jeffrey Gundlach en juin 1993 et qui est, lui aussi, très réputé dans les MBS, le domaine d'excellence de Gundlach, reste en poste.

Nouvelle secousse pour lambda le 9 décembre: le Trésor américain annonce le gel de la participation de TCW au programme d'investissement public-privé (PIPP) de délestage des actifs toxiques des banques, gel rendu nécessaire à la suite d'un «Key Person Event»¹.

Ne nous affolons pas, c'est la routine institutionnelle; au moindre changement, on «gèle»! Mais quelle est la part d'institutionnels dans le fonds? S'ils doivent tous sortir et que les gérants doivent liquider rapidement leurs positions dans un fonds qui pèse tout de même 12 milliards, quel sera l'impact sur la performance?

Heureusement, il y a Morningstar qui, mi-décembre, titre: «Faut-il rester ou sortir du TCW Total Return?» et y répond aussitôt: «Il est rare que le départ d'un gérant soit une raison suffisante pour fuir immédiatement!»

L'analyste défend la qualité de gestion de MetWest et invite les investisseurs à ne pas comparer des pommes et des poires; en d'autres termes, les performances de l'équipe MetWest avec celles de l'équipe TWC: ils ne jouaient pas sur le même terrain (obligataire). L'analyste écrit d'ailleurs: «Il est tout simplement impossible de savoir si les gérants de MetWest auraient égalé ou pouvaient égaler les performances de Gundlach s'ils avaient géré leur fonds d'une manière plus proche de la sienne.» Cela vient «en partie du fait que l'équipe mortgage de MetWest n'a, jusqu'ici, géré aucun portefeuille consacré à ce segment et que la société n'a aucun historique de performances comparable dans ce domaine». Vraiment très encourageant pour lambda! Il doit laisser son argent à des spécialistes certes, mais qui n'ont pas d'historique. La tentation de sortir devient forte.

Le chêne à l'aide du roseau

Et voici que Jeffrey Gundlach annonce le lancement prochain de sa nouvelle société, DoubleLine Capital, avec, à ses côtés, pratiquement les trois quarts de son ancienne équipe, composée d'une soixantaine de personnes, et, en particulier, Philip Barach. De plus, il va être aidé dans son démarrage par Oaktree Capital Management, société fondée en 1995 par une équipe de transfuges de TCW. Ironie de l'histoire, Marc Stern, l'actuel CEO de TCW, et, à l'époque, son président, déclarait alors au *Wall Street Journal*: «Nous sommes dans ce métier depuis vingt-cinq ans et cela représente un immense

¹ Il s'agit d'une clause qui se trouve dans les mandats de gestion et, notamment, les prospectus de hedge funds, qui permet, en général, aux investisseurs de sortir plus rapidement si le ou les gérants principaux ne sont plus en mesure d'exercer leur mandat.

avantage compétitif... [Oaktree] paraît sous-estimer le temps nécessaire à l'obtention des autorisations réglementaires et à la mise en place d'une nouvelle affaire.» (A l'heure actuelle, Oaktree, spécialisée dans les obligations haut rendement, la dette distressed et le private equity, gère 76 milliards de dollars.)

Pourquoi ne pas suivre son gérant vedette dans cette nouvelle aventure, d'autant plus que TCW annonce, début janvier, s'être retirée volontairement (sic) du PIPP. Pauvre lambda, il va bientôt avoir de quoi s'étonner bien davantage, car voici que les consultants y mettent du leur. Ennis, Knupp & Associates recommande à tous ses clients ayant une exposition taux fixes auprès de TCW de mettre fin à leurs rapports avec ce gérant. En outre, il a exclu TCW et MetWest de ses listes de gérants approuvés dans le domaine des taux fixes, ce qui signifie qu'ils ne seront plus pris en considération lors des sélections de gérants conduites par Ennis sur mandat de ses clients².

Pour couronner le tout, voici que TCW porte plainte contre Jeffrey Gundlach, d'autres ex-collaborateurs et la société DoubleLine pour déloyauté, vol de données confidentielles et conspiration. TCW réclame 200 millions de dollars de dommages et intérêts. Dans sa réponse à cette plainte, un mois plus tard, Jeffrey Gundlach nie fermement toutes les accusations. Il affirme au contraire que: «Incapable de concurrencer DoubleLine sur le marché, [...] TCW cherche à concurrencer la nouvelle entreprise de manière déloyale en déposant et faisant la publicité d'une plainte qu'elle sait infondée.» Il précise également que DoubleLine a mis en place un programme pour s'assurer qu'aucune donnée revenant à TCW n'était en sa possession et qu'un expert informatique indépendant avait été engagé dans ce but. Et Jeffrey Gundlach dépose à son tour plainte contre TCW et lui réclame entre 600 millions et 1,25 milliard de dollars. Il estime que son licenciement était dénué de fondements et affirme qu'il n'a volé aucune donnée confidentielle. De plus, il accuse TCW d'un coup monté permettant de subtiliser des revenus qui lui étaient dûs.

Qui croire?

Dans le doute, les investisseurs sortent. Les montants annoncés varient fortement, mais, lors de l'annonce du rachat de



Jeffrey Gundlach, ex-CIO du TCW Total Return Fund, dans la tourmente.

MetWest, les actifs combinés des deux entités étaient de 140 milliards, alors que, dans un communiqué de février, TCW donne un total d'actifs sous gestion pour les deux entités de 115 milliards à fin janvier, soit un recul de 25 milliards. Depuis, rien ne vient éclairer la lanterne de lambda. Début mai, dans sa première grande interview accordée depuis décembre, Marc Stern annonce un plan d'intéressement des employés de la société. Jacques Ripoll, à la tête de Société Générale Global Investment Management & Services à Paris, précise: «Ce nouveau plan d'intéressement servira à créer une culture d'actionnaires à TCW et, effectivement, à aligner les intérêts des employés avec ceux de TCW et de la Société Générale.»³

Comment se fait-il que la société de gestion n'ait pas pensé à «créer une culture d'actionnaires» et à «aligner les intérêts des employés avec ceux de l'entreprise» avant d'en arriver à une décision aussi lourde de conséquence que celle de licencier un CIO qui avait passé

plus de vingt années dans l'entreprise? Comme le soulignait l'auteur de l'article de *News & World Report*: «Les investisseurs sont souvent beaucoup plus attachés aux individus qu'aux institutions et, dans le cas de TCW, Gundlach et son équipe possédaient d'énormes atouts.» Aujourd'hui, lambda peut investir dans les trois nouveaux fonds lancés par DoubleLine. Gageons qu'il ira frapper à la porte d'équipes bien rôdées à la due diligence et suivra le conseil de sortir lorsqu'il doute, car, comme le dit l'un de nos interlocuteurs dans l'enquête qui suit (cf. *Gestionnaires vedettes: mode d'emploi*, pp. 42-43): «Au mieux, on évite les pertes, au pire, on prend un risque d'opportunité.» ■

V.B.

² Ennis, Knupp Recommends Axing TCW, Taylor Riggs & Anastasia Donde, Money Management Letter, iisearches, Institutional Investor News.

³ TCW a été acquise par la Société Générale en 2001.