

GESTION ALTERNATIVE

L'investisseur activiste Bill Ackman est un véritable gérant Long/Short

Dans un entretien exclusif pour L'Agefi, Bill Ackman explique les raisons de sa défiance vis-à-vis des «Bond Insurers» aux Etats-Unis.

PROPOS RECUEILLIS PAR
FRANCK BERLAMONT
ET STÉPHANE LÉVY*

A 41 ans, Bill Ackman est l'un des investisseurs les plus reconnus de sa génération. L'approche activiste qu'il met en œuvre dans la gestion des fonds Pershing Square (4,5 milliards de dollars sous gestion) a permis de générer des rendements attractifs (voir *graphe 1*). Le dossier McDonald's reste à ce jour son principal fait d'arme. Il est, en effet, à l'origine d'une restructuration ayant permis au titre de doubler en deux ans.

Aujourd'hui le principal cheval de bataille de Bill Ackman est une position vendeuse sur le thème des «bond insurers» aux Etats-Unis. Cette position vendeuse s'avère être pour l'instant un succès, le principal titre du secteur, Mbia, ayant baissé de près de 80% depuis le début du mois d'octobre 2007 (voir *graphe 2*). Depuis le début de l'année la baisse s'élève déjà à 25% (au 8 janvier). De plus, la récente décision prise par Warren Buffett de lancer, via Berkshire Hathaway, une activité concurrente aux «bond insurers», a donné un sérieux coup de main à Bill Ackman, ainsi qu'à l'organisme régulateur des assurances. Ce dernier avait suggéré à Buffett ce nouveau développement pour soutenir le marché de la dette. L'activisme se réfère en général à une prise de participation dans le capital d'une société cotée, suivi d'une implication du gérant actionnaire dans le processus décisionnel de l'entreprise cible afin de stimuler son cours de bourse. Cette démarche s'accompagne parfois d'une stratégie de communication publique visant à convaincre le marché du bien fondé de la démarche entreprise.

Cependant, l'activisme peut également s'exercer à travers des positions de vente à découvert. Ainsi, la position vendeuse en sociétés holdings de «bond insurers» de Bill Ackman, initiée à la suite d'une analyse économique, stratégique et légale particulièrement approfondie, en est une bonne illustration. Ackman, à la différence de nombreux gérants qui ne donnent aucune indication sur leurs positions vendeuses, martèle publiquement les raisons qui justifient ses positions, appliquant ainsi la même stratégie de communication que sur ses positions longues. C'est dans ce cadre qu'il a accepté de répondre à nos questions.

Franck Berlamont: Pouvez-vous nous donner une vue d'ensemble des problèmes auxquels font face les organismes d'assurance crédit de type MBIA ou Ambac?

Bill Ackman: L'activité d'un assureur obligataire est de tirer profit de sa bonne notation (AAA rating) pour garantir la dette obligataire d'un tiers en échange d'une rémunération. A leurs débuts, ils garantissaient du papier à faible risque, comme de la dette d'entités paraétatiques (municipal bonds), permettant aux villes et collectivités locales d'économiser sur le coût de fi-

nancement. Au cours des dix dernières années, ces assureurs ont fortement augmenté leur exposition à de la dette structurée, y compris les CDOs, la dette titrisée et les «credit default swaps». Les assureurs d'obligations se retrouvent ainsi porteurs de risque crédit à long terme financé par un levier très important. Les garanties qu'ils ont données représentent environ 150 fois leur capital. Ils n'ont par conséquent aucune marge de sécurité en cas de pertes. C'est pourquoi nous avons vendu à découvert les sociétés holding qui, elles mêmes, détiennent les assureurs d'obligations.

FB: Pourquoi MBIA et Ambac, les sociétés d'exploitation, appartiennent toutes deux à des sociétés holding?

BA: Principalement pour des raisons réglementaires mais aussi pour pouvoir augmenter l'effet de levier.

FB: Comment et quand avez-vous commencé à regarder ces sociétés et leur modèle économique?

BA: J'ai commencé à m'intéresser aux assureurs d'obligation en 2002, sur les conseils d'un autre gestionnaire qui considérait MBIA, le plus important de ces assureurs, comme un titre potentiellement intéressant à l'achat.

FB: Quels sont, selon vous, les principaux défauts de ce modèle?

BA: La combinaison d'un levier élevé, de faibles réserves et d'une exposition au crédit de mauvaise qualité.

FB: Que pensez-vous de la récente décision de Moody's, publiée le 14 décembre, de maintenir son AAA à MBIA? Quelle est la probabilité que l'un des quatre grands assureurs perde son statut AAA dans les prochains mois?

BA: Les agences de notation ont perdu énormément de crédibilité en 2007 en raison des ratings surévalués qu'elles ont octroyés aux CDOs. Elles font aujourd'hui une erreur similaire en maintenant les notations AAA à la plupart des assureurs d'obligation. Les agences de notations sont connues pour leur lenteur, que ce soit pour reconnaître



Bill Ackman, 41 ans, est l'un des investisseurs les plus reconnus de sa génération.

leurs erreurs ou par rapport à la perception que les marchés financiers peuvent avoir d'une situation. Le 14 décembre, Moody's a placé MBIA sous perspective négative. Je m'attends, avec le développement d'autres problèmes dans le portefeuille de crédit de MBIA, à ce que Moody's place

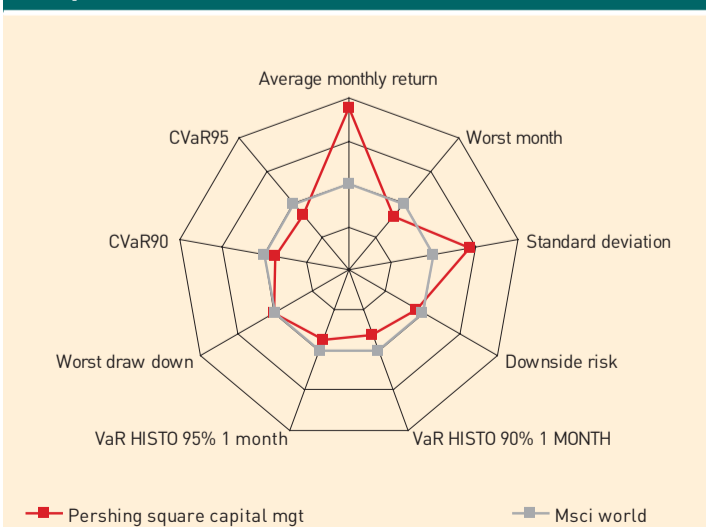
la société sous surveillance négative pour finalement détériorer sa notation. A moins que l'entreprise ne puisse lever plusieurs milliards de capital, ce qui semble peu probable.

FB: Quel serait l'impact de la perte du statut AAA pour l'un de

ces assureurs d'obligation?

BA: Elle entraînerait le déclassement de la plupart des obligations qu'ils ont assurées. Les assureurs perdraient également la possibilité de développer de nouvelles activités, diminuant ainsi leur trésorerie et réduisant d'avantage leur solvabilité.

RISK/RETURN MAPPING DE PERSHING SQUARE



Le profil rendement risque du fonds est particulièrement attractif puisque pour un niveau de risque équivalent à celui des actions, le fonds a permis de délivrer un rendement triple

Source: Geneva Partners

COURS DE MBIA DEPUIS 1 AN



FB: Compte tenu des conséquences, les agences de notations seraient-elles disposées à prendre une telle mesure? Quelle peut être l'action des autorités de marchés?

BA: Selon un accord que les agences de notation ont conclu au niveau mondial avec les régulateurs de marchés peu après Enron, celles-ci sont priées de mettre rapidement à jour leurs notations sans prendre en compte les conséquences que cette mise à jour pourrait avoir sur l'émetteur, les marchés, ou autre. Cet accord n'a cependant pas été respecté à l'égard des CDO et des assureurs d'obligations ce qui a engendré une détérioration significative de la confiance des marchés dans les agences de notation. C'est la mise en danger de leur propre existence qui incite aujourd'hui les agences de rating à modifier leurs notations. De plus, la validité des ratings publiés par les agences est maintenant vérifiée par les autorités.

Les autorités de marchés devraient probablement tenter de sauver les assureurs d'obligation. Si c'est le cas, cela devrait entraîner une nouvelle détérioration pour les sociétés holding que nous avons vendues à découvert. En effet, les holdings ont poussé leurs filiales «bond insurers» à procéder à des programmes de rachat d'actions et à verser des dividendes, générant ainsi une forte détérioration de leur situation financière qui empêche aujourd'hui les assureurs de s'acquitter de leurs obligations contractuelles. Les autorités ont le pouvoir de mettre fin aux versements de dividendes aux sociétés holding et ainsi de récupérer les fonds qui avaient été illégalement ponctionnés aux sociétés filiales.

FB: Que pensez-vous de la récente injection de capitaux effectuée par Warburg Pincus capital dans MBIA? Pourquoi injecter des capitaux dans un modèle imparfait?

BA: Nous avons été surpris par l'annonce de Warburg. Selon la déclaration qu'ils ont faite le 13 décembre, il s'est écoulé seulement dix jours entre la réception des informations confidentielles et la signature de la transaction. Nous pensons que leur analyse du dossier a été très rapide et qu'ils font une erreur importante.

FB: Quel serait le profit de Pershing Square si MBIA devait faire faillite?

BA: Ce sera une très bonne journée pour les investisseurs de Pershing Square.

FB: Votre analyse sur les assureurs d'obligation a-t-elle également un impact sur votre portefeuille «long»?

BA: Elle nous incite à éviter les expositions longues aux institutions financières.

* berlamont@geneva-partners.com
levy@geneva-partners.com