

GESTION ALTERNATIVE

Comment tirer profit de l'activisme

Il est nécessaire, dans un environnement économique et structurel favorable, de savoir appréhender les différentes formes de l'activisme moderne.

FRANCK BERLAMONT
ET STÉPHANE LEVY*

Au cours des dernières années, les investisseurs du type « activiste » ont vu leur influence sur les marchés financiers grandir pour devenir aujourd'hui majeure. L'« activiste » anciennement appelé « raider » se définit comme un actionnaire qui prend part au processus décisionnel d'une société, dans le but de provoquer une appréciation sensible de sa valeur boursière. Ce processus peut être amical, on parle alors de « soft activism » ou non amical. Dans ce dernier cas l'actionnaire cherchera souvent à former un groupe d'actionnaires, « Wolf Pack », qui agira de concert et aura suffisamment de poids auprès des équipes dirigeantes pour imposer les changements jugés nécessaires.

Les raisons du succès

L'émergence de l'approche activiste est le fruit du croisement de plusieurs phénomènes. La transformation de nos économies engendrée de forts besoins de restructuration de nos entreprises. L'activiste agit comme un agent accélérateur de transformation. Ce mouvement naturel est amplifié par le développement des économies émergentes, Chine, Inde et pays de l'Europe de l'Est qui se transforment en nouvel atelier mondial. L'environnement de taux bas est favorable car il permet de mettre en œuvre les restructurations dans de bonnes conditions, et rend possible le financement des opérations de fusions/acquisitions, d'autant plus que la croissance mondiale reste soutenue. Enfin le développement de la gestion alternative et son organisation en de nombreuses sociétés indépendantes et ultra spécialisées est particulièrement adapté à un mode opératoire nécessitant souplesse et réactivité.

L'exemple du Japon, où le nouveau feuilleton TV en vogue se nomme « Vulture » et met en scène un fonds new-yorkais acquérant des sociétés japonaises avant de les restructurer, est par ailleurs révélateur d'un changement des mentalités. Les japonais, probablement conscients de l'impérieux besoin qui est le leur de se restructurer (par crainte de l'émergence de la Chine?) semblent s'ouvrir aux problématiques de réorganisation capitaliste de leur économie. La loi évolue pour rendre les opérations de rachats plus accessibles aux étrangers et le nombre d'opérations de fusion/acquisition a plus que quadruplé en 10

ans (2775 opérations en 2006 contre seulement 621 en 1996 selon Recof) mais reste modeste au regard des standards occidentaux (12.091 opérations en Europe en 2006 et 10.634 aux Etats-Unis selon Thomson Financials).

En Europe, les pratiques quelquefois très agressives divisent le monde politique et économique. D'une part le Commissaire Européen au Marché Intérieur Charlie McCreevy qualifiait l'an dernier les Hedge Funds de « catalyseurs pour le changement qui suscitent la crainte de Dieu chez les dirigeants et dans les conseils d'administration, au bénéfice de chacun » alors que le groupe socialiste du Parlement européen vient de publier un rapport d'experts de 300 pages recommandant une réglementation très restrictive des fonds spéculatifs.

Les différents acteurs

On trouve quatre grandes familles d'activistes :

● **1) Les Hedge Funds**: ces derniers – dont les plus célèbres se nomment Triam (Gérant/cibles: Nelson Peltz/Hj Heinz, Tiffany), Third Point (Dan Loeb/ Ligand, Nyse), TCI (Chris Hohn/Deutsche Börse, ABN Amro), Wyser Pratte (voir interview) – proposent des portefeuilles très concentrés autour de positions principales, peu nombreuses et construites pour le long terme.

S'ajoutent les positions en cours d'accumulation et les titres pour lesquels le gérant n'agit pas en tant que leader.

● **2) Les sociétés de participation cotées**. Ces dernières peuvent agir en activistes. L'actualité récente révèle le cas de Vincent Bolloré et de sa société de participation cotée Bolloré cherchant à obtenir deux sièges au conseil d'administration

de la société de media britannique Aegis avec 30% du capital. Il affirme son approche amicale mais avoue volontiers que quand il s'invite au capital d'une entreprise, « les dirigeants sont un peu effrayés ». La démarche du belge Albert Frère et du Groupe Bruxelles Lambert relève d'une approche semblable quand, par exemple, il détient 16% de capital de Lafarge.

Ce type d'activisme se distingue par une durée de détention des positions élevée ainsi que par une taille moyenne des entreprises cibles importante. Pour l'investisseur, ce type de support de placement présente l'avantage de la liquidité.

● **3) Les fonds de Private Equity**. Ces derniers ont connu un essor considérable. Deux processus principaux sont mis en œuvre. Le premier consiste à prendre des participations majoritaires dans une société généralement de petite ou moyenne taille et à mener son développement jusqu'à une éventuelle introduction boursière et une revente des participations. Le second processus consiste, à l'aide de financements conséquents, à prendre le contrôle de sociétés cotées, à les retirer de la cote et à les découper de manière optimisée en plusieurs actifs viables et autonomes. Le Private Equity peut être pratiqué sous une forme fonds (avec des conditions de liquidité très contraignantes) ou à partir d'une société de participation listée, comme c'est le cas par exemple de la société Altamir pour Apax ou de KKR Private Equity Investors pour Kohlberg Kravis Roberts & Company's (KKR).

● **4) Les institutionnels**. Qu'ils soient des fonds traditionnels, des caisses de pension ou des entreprises, ces opérateurs institutionnels

peuvent être amenés à prendre part de manière ponctuelle à un processus activiste. Ainsi l'exemple de Bill Miller, fameux gérant du fonds d'actions américaine Value Trust (Usd 20.8 milliards sous gestion) de Legg Mason, pressant avec succès au mois de mai dernier la direction de Tyco d'initier un programme de rachat d'actions, démontre que l'activisme fait aussi partie des méthodes utilisées par les investisseurs classiques même si, dans ce cas, l'activisme est plutôt considéré comme un moyen de redynamiser un investissement existant.

C'est par l'harmonieuse imbrication de ces différents types d'activistes que le développement de cette approche a pu se faire. L'activisme se pratique depuis longtemps sous une forme générale de participation cotées ou par des investisseurs institutionnels. L'arrivée des Hedge Funds avec un mandat spécifiquement activiste change la donne car ces derniers sont prêts à porter leur combat sur la place publique dans le but de constituer une coalition d'investisseurs. Les actionnaires « minoritaires » sont alors quelquefois tentés de rejoindre les Hedge Funds qui jouent ainsi pleinement leur rôle de catalyseur. C'est cette coordination entre plusieurs types d'investisseurs qui représente la plus grande nouveauté pour les équipes dirigeantes des entreprises ciblées par les activistes.

Les Hedge Funds se situent ainsi à un niveau hautement stratégique et ils disposent de nombreux avantages naturels :

● **1) L'absence de contraintes légales**, en particulier en termes de concentration, permet aux Hedge

Funds de frapper vite et fort contrairement aux fonds régulés.

● **2) Leur intérêt économique** est impacté de manière très significative par la réussite des opérations qu'ils mènent. Les gérants sont en effet doublement intéressés, par la présence de commissions de performance (généralement 20% de la performance) et par le placement d'actifs personnels dans leurs fonds.

● **3) Les actifs gérés sont stables**. En effet la liquidité fournie aux investisseurs finaux est généralement trimestrielle voire plus longue, de plus les investisseurs doivent accepter des lock-up quelquefois très élevés (5 années de lock-up dans le fonds TCI pour les nouveaux investisseurs), enfin la présence de « exit gates » permet aux fonds de garantir une stabilité du capital quel que soit la situation des marchés. C'est cette grande stabilité du capital qui permet aux activistes de prendre des positions concentrées et d'exercer des menaces crédibles car potentiellement de long terme. Cela rend par ailleurs possible le maintien de positions relativement illiquides dans les portefeuilles.

● **4) Les Hedge Funds n'ont pas d'activités annexes** (type banque d'affaires). Ils peuvent donc se concentrer exclusivement sur la rentabilité de leurs opérations de placement sans conflits d'intérêts.

Performance et solutions pour l'investisseur

Nous avons cherché à mesurer la performance des différents acteurs activistes par l'étude d'une sélection de 10 Hedge Funds, représentatifs de l'approche activiste, répartis à parts égales. La performance annualisée s'élève à 22,7% pour une volatilité de seulement 5,7% sur la

période avril 2003 à décembre 2006 (l'évolution des pratiques et l'essor récent de ces fonds nous interdit de faire une analyse plus profonde d'un point de vue historique car elle serait peu représentative). Cette mesure correspond à un alpha de 13,8% par an (la valeur ajoutée de ces gestions en éliminant la contribution du marché à la performance). Une seconde étude menée à partir de 19 sociétés cotées activistes (sociétés de participation, Private Equity coté), domiciliées en Europe ou aux Etats-Unis, montre que la performance annualisée sur 10 ans, de février 97 à janvier 07, est de 16,5% pour les titres européens, et 13,4% pour les américains, contre 7,3% pour l'indice Eurostoxx 50 et 4,5% pour le S&P 500.

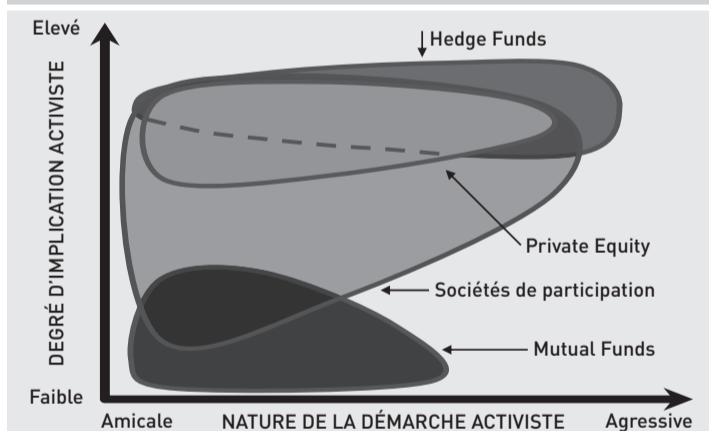
Ces titres activistes génèrent donc un alpha significatif, qu'il est possible d'extraire en appliquant une technique de couverture. Cette solution, appelée portage d'alpha s'avère particulièrement attractive du point de vue rendement/risque, tout en étant décorréllé au marché.

Conclusion

Il est dans l'intérêt des investisseurs d'intégrer cette nouvelle approche de gestion qu'est l'activisme. Son efficacité, son dynamisme, le fait que la rentabilité et l'intérêt de l'actionnaire soient systématiquement privilégiés, sont autant de gages de réussite. Par ailleurs, le contexte macro économique et les besoins de transformation structurelle de nos économies devraient continuer à favoriser ce style de gestion, le bon début d'année des fonds activistes est là pour le rappeler (Third Point et Wyser Pratte, par exemple, affichent des rendements proches de 15% depuis le début de l'année). L'univers activiste est multiple et en constant changement. Il est donc important de bien le connaître et d'associer au sein d'un portefeuille activiste diversifié, l'ensemble des supports d'investissement possibles (fonds, actions, Private Equity); tout en analysant leur horizon de placement, leur condition de liquidité, leur degré de concentration, le caractère plus ou moins amical de leur approche, la liquidité de leurs cibles, leur appartenance à un groupe identifié, leur éventuelle spécialisation géographique ou sectorielle ainsi que leur réputation; afin de ne pas superposer les risques et construire l'allocation activiste la plus efficiente possible.

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

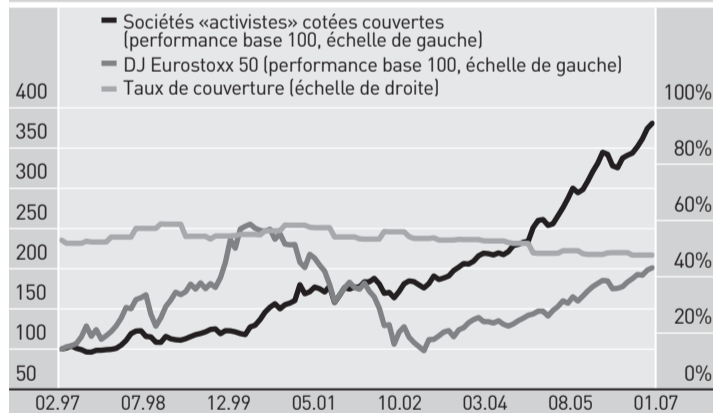
POSITIONNEMENT DES DIFFÉRENTS TYPES D'ACTIVISTES



L'axe horizontal définit le caractère plus ou moins amical de l'approche activiste couramment utilisée par un type d'investisseurs. Les fonds de Private Equity sont par exemple de nature plus amicale que les « Hedge Funds » activistes.

Source: Geneva Partners

L'ALPHA PORTABLE DES TITRES ACTIVISTES EUROPÉENS



La courbe « sociétés activistes couvertes » représente une sélection de titres activistes cotés, couverte contre le risque de marché sur la période février 1997 - janvier 2007. Il en ressort un rendement annualisé de 14,4% avec une volatilité de 11,5% contre un rendement de 7,3% et une volatilité de 20,5% pour l'indice Eurostoxx.

Source: Geneva Partners

Guy Wyser Pratte se positionne en allié naturel du capitalisme populaire

Depuis quand êtes-vous un activiste et quels sont vos principaux faits d'armes?

J'ai débuté l'activisme aux Etats-Unis en 1974. Mes premières cibles ont été Great Western Union, Gerber et Mac Graw Hill. En Europe, j'ai notamment joué un rôle important dans les dossiers Groupe André, Groupe Taittinger et Ingenico.

Pouvez-vous nous décrire une de vos réussites ainsi qu'un échec?

Prosodie est une réussite récente. Avec 13% du capital et après avoir obtenu le regroupement de 30% des actionnaires, nous avons fait pression pour que la société de « Private Equity » Apax relève son offre d'acquisition de 20 à 25.25 Euros par action. Notre présence au conseil nous a donné l'accès à des informations confi-

dentielles (concernant notamment l'existence d'une offre supérieure de la part de British Telecom), que nous avons utilisées dans l'intérêt des actionnaires. Cet exemple illustre à quel point nous sommes un allié naturel des petits actionnaires, ce qu'a très bien compris Colette Neuville (présidente de l'ADAM, Association de Défense des Actionnaires Minoritaires, France), véritable « Jeanne d'Arc contemporaine » avec qui nous entretenons d'excellentes relations. Un échec qui me vient à l'esprit est celui de Babcop Borsig en 2002, « l'Enron allemand », dans lequel nous avons été floués par une fraude.

Vous appuyez-vous généralement sur un réseau pour mener à bien vos opérations?

Cela arrive mais ce n'est pas systématique. Des coalitions entre actionnaires se créent au fur et à mesure. Il ne s'agit pas forcément d'amis, mais d'investisseurs qui suivent un but commun. Certains sont bien sûr plus suivis qu'initiateurs, et cela nous est très utile. Balda (industrie des écrans tactiles en Allemagne) est un exemple récent de ce phénomène. Nous avons déclaré il y a 3 mois notre département du seuil des 5% du capital. Depuis, Fidelity a annoncé avoir atteint le seuil des 10%.

Quelles sont vos participations actuelles?

Nos deux principales lignes sont Valeo et IWKA (15% chacune). Nos autres positions publiques sont Cewe Color et Balda. IWKA en Allemagne est un processus

intéressant de restructuration stratégique et financière. Nous avons obtenu le départ de 2 présidents afin de mener une politique de recentrage sur le métier de base (robotique/assemblage d'automobile) et un nettoyage de bilan. Dans ce but, l'activité non stratégique d'« emballage » a été cédée. Le cours d'IWKA est passé de 10 à 23 Euros et nous continuons à accumuler des participations. Les autres positions correspondent à des titres en cours d'accumulation ou des idées « deep value » qui attendent un catalyseur.

Comment générez-vous vos idées d'investissement?

Nos idées proviennent en général de 4 sources principales :

● **1)** Le bureau d'analyse Stern Stewart & Co, avec lequel nous dispo-

sons d'un accord, nous permet d'accéder aux recommandations de leur modèle propriétaire EVA (Economic Value Added) et de détecter des sociétés sous-évaluées en Europe;

● **2)** Notre réseau de financiers dans chaque pays;

● **3)** Le « Private Equity ». Par exemple, si un fonds de « Private Equity » est intéressé par une des activités ou filiales d'une société potentiellement cible, il peut nous en faire part;

● **4)** Des gérants de sociétés ou des directeurs financiers peuvent nous faire des propositions.

Quelles sont selon vous les perspectives pour l'activisme?

L'activisme continue de se développer malgré les détracteurs. Les menaces de régulations en Europe sont démagogiques et souvent liées aux élections.

Toutefois, je demeure optimiste car d'éventuelles régulations nuiraient au capitalisme européen. Les activistes sont profitables à la croissance et créateurs d'emploi. Par ailleurs, les activistes savent toujours « laisser quelque chose sur la table » selon l'expression américaine. Cela a été par exemple notre cas dans le dossier Vossloh l'été dernier. Nous sommes entrés à un cours de 35 Euros, puis sommes sortis 3 mois plus tard à un cours de 55. Le titre vaut aujourd'hui 70 Euros.

Pensez-vous que le développement des fonds activistes est une menace ou une opportunité pour cette activité?

C'est une opportunité. Ce développement ne nous empêche pas de faire notre « pas de deux », bien au contraire. – (FB / SL)