

GESTION ALTERNATIVE

L'activisme dans tous ses états

Les activistes utilisent des approches différentes pour satisfaire un objectif commun d'optimisation du rendement pour l'actionnaire.

FRANCK BERLAMONT*
STÉPHANE LEVY*

Les investisseurs de type activiste connaissent un développement considérable à tel point que leur influence sur les marchés est désormais significative. Une étude publiée l'an dernier dans le cadre de l'European Corporate Governance Institute démontre que l'effet sur-performance dû aux annonces activistes est de 5 à 7% dans les 20 jours suivant la déclaration de franchissement de seuil.

Certaines évolutions dans la vie des entreprises cotées sont le résultat direct de la prise en charge, par certains investisseurs, de questions qui, dans le passé, était réglées par le conseil d'administration de manière conciliante vis-à-vis des équipes dirigeantes. On notera en particulier les résolutions chez Verizon et Blockbuster, 2 firmes ciblées par les activistes, par lesquelles le salaire des dirigeants sera directement soumis au vote (non contraignant) des actionnaires.

Enfin, on constate que l'appétit des activistes n'a plus vraiment de limite, on a vu le coup d'éclat de Chris Hohn (TCI) sur ABN Amro et plus récemment l'annonce de l'achat de 15 millions de titres Citigroup par Eddie Lampert (ESL, Sears Holding). Mais l'univers de l'activisme demeure encore assez méconnu. Notre article publié le 13 mai dernier dans l'Agefi avait pour but de définir ce qu'est l'activisme actionnarial, tout en analysant les raisons pour lesquelles il connaît un essor important.

Nous avons cherché à répertorier les différents acteurs activistes ainsi que les performances financières qu'ils obtiennent. Notre conclusion était qu'il est

de type activiste. Nous effectuons dans ce but une analyse de premier niveau qui consiste à positionner chacun des véhicules d'investissement de type

Au contraire, le fonds Jana Partners (Barry Rosenstein, 6.5 milliards sous gestion) n'est pas un adepte de cette méthode. Sur les 99 titres US en portefeuille, seuls 6 d'entre eux ont fait l'objet d'une déclaration de franchissement de seuil (6% des cas). Les intentions d'un activiste peuvent aussi être rendues publiques par une campagne de communication tout azimut dans les media afin de fédérer autour de son projet les actionnaires minoritaires. Cela explique comment Chris Hohn via son fonds TCI (10 milliards sous gestion) peut peser sur les orientations stratégiques d'un établissement bancaire capitalisant 60 milliards d'euro avec une participation de seulement 1% du capital.

2) Approche de type bilanciel ou compte de résultat (Balance Sheet vs P & L)? Certains gérants sont guidés par une approche de type ingénierie financière, qui se consacre au bilan, d'autres par une approche de type opérationnel, dans laquelle c'est l'amélioration du compte de résultat qui prime. Une fois l'investissement effectué, cette spécificité conditionne la nature de la démarche active auprès des sociétés cibles. Nous avons constaté que l'approche bilanciel est plutôt dominante. Toutefois il existe des cas où les deux expertises se rejoignent. Ainsi, Bill Ackman gérant du fonds Pershing Square, a infléchi en janvier 2006 la position de Mc Donald's (en détenant l'équivalent de 4.5% du capital en options) en s'appuyant sur une analyse (de nature opération-

nelle) selon laquelle la rentabilité des restaurants franchisés étaient largement supérieure à celle des restaurants propriété de la société. Il a ainsi milité pour un spin off de 65% de ses restaurants, accompagné d'un programme de rachat d'actions (solution de type bilanciel), estimant que le titre s'apprécierait de 50%. Une semaine après cette demande, Mc Donald's annonçait un plan de cession de 1500 restaurants (sur les 8 000 détenus), ainsi qu'un programme de rachat d'actions de 1 milliard de dollars sur le trimestre. Le titre Mc Donald's s'est apprécié depuis cette date de 47%!

3) La concentration du portefeuille constitué. En général, la concentration est plus élevée que dans un fonds Long/Short Equity classique. L'implication des gérants auprès du management justifie un moindre éparpillement des investissements. Certains fonds ne détiennent que 3 ou 4 titres, la moyenne s'élève à environ 15/20 titres.

4) La taille moyenne des titres cibles. Il s'agit là d'une source de différenciation importante entre les activistes. L'approche n'est évidemment pas la même selon que l'on aborde une société de petite taille ou une société de type large cap.

5) L'orientation géographique des investissements. Cette caractéristique devient de plus en plus une source de diversification. Historiquement, les fonds avaient plutôt tendance à rester domestiques et privilégiaient les

investissements aux Etats-Unis. Toutefois, l'Europe est désormais une cible particulièrement appréciée, et ce pour diverses raisons (nombreuses small et mid cap industrielles, inefficience des structures de production face au bouleversement politique engendré par le développement de l'UE et la globalisation des échanges commerciaux...). Enfin de nouvelles zones sont en train de s'ouvrir à l'approche activiste et notamment le Japon où les résolutions d'actionnaires ont plus que doublé en un an. Enfin dans le cas des sociétés de participations cotées de type activiste (ex: Pargesa, Bolloré, Berkshire Hathaway, Investors AB...) nous ajoutons l'analyse du caractère listé ou non listé des participations qui sont constituées aux 5 critères énumérés ci-dessus.

Conclusion:

L'activisme regroupe de nombreux intervenants qui ont en commun la même volonté de peser sur les orientations des entreprises cibles afin d'optimiser le rendement pour l'actionnaire. Toutefois la méthode utilisée peut fortement varier. C'est pourquoi, il est nécessaire de développer une connaissance importante de cet univers d'investisseurs et de mener une démarche analytique poussée afin de constituer une allocation activiste qui ne surperpose pas les risques et qui permet de retirer le meilleur de cette activité de gestion.

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

«LA CLÉ D'UNE ALLOCATION EFFICIENTE ET DIVERSIFIÉE RÉSIDE DANS LA COMPRÉHENSION ET LA FORMALISATION DES DIFFÉRENTES MÉTHODES DE PLACEMENT MISE EN ŒUVRE PAR LES GESTIONS DE TYPE ACTIVISTE.»

pertinent d'intégrer cette nouvelle approche de gestion en raison de son efficacité, de son dynamisme et de son dévouement total à la cause de l'actionnaire, et ce d'autant plus que le contexte macro-économique est particulièrement porteur.

Différencier les activistes

L'objet de l'article d'aujourd'hui est d'introduire les principaux critères de différenciation que nous avons identifiés entre activistes, ainsi que certains des outils et méthodes d'analyses qui peuvent être utilisés face à ce type de gestion. Le but de notre démarche étant de s'assurer que les supports d'investissement activistes sélectionnés révèlent des caractéristiques complémentaires et que leur assemblage crée une véritable valeur ajoutée. La clé d'une allocation efficiente et diversifiée réside dans la compréhension et la formalisation des différentes philosophies et méthodes d'investissement qui sont mises en œuvre par les ges-

activiste étudiés selon les critères suivants:

1) le caractère plus ou moins public de la gestion (Vocal vs Quiet). Le processus de gestion intègre-t-il une stratégie de communication visant une large diffusion de la vision de l'activiste? Sachant que la mise sur le devant de la scène peut être une arme redoutable. Plusieurs approches permettent d'atteindre cet objectif de rendre public son positionnement. La constitution d'une position supérieure au seuil légal de déclaration des 5% du capital (aux US et en Europe, 10% au Japon) engendre une déclaration auprès des autorités de marché qui est rendue publique. Par exemple, le fonds Steel Partners (Warren Lichtenstein, 2.5 milliards de dollars sous gestion) est un utilisateur intensif de cette approche puisque sur les 39 sociétés dans lesquelles il est investi aux Etats-Unis, il a déclaré avoir franchi le seuil de 5% du capital de 27 d'entre elles (70% des cas).

Les gérants Dan Loeb et Nelson Peltz sont deux activistes que tout oppose

On peut comparer deux fonds «activistes» qui présentent des caractéristiques à la fois marquées et fort différentes: Third Point et Triam.

L'approche agressive de Dan Loeb

Third point est le fonds géré depuis 1995 par Dan Loeb, gérant qui a fait son nom en rendant public ses désaccords avec les dirigeants de ses sociétés cibles. La stratégie de placement de Dan Loeb est simple (même si sa mise en place ne l'est pas): rechercher des sociétés dont la valorisation semble anormalement basse, prendre une participation importante et imposer le changement. Comment imposer le changement? Dans une lettre publique au CEO de Potlatch Corp, Loeb écrit «Depuis que vous êtes Chief Value Destroyer (CVD), c'est-à-dire depuis que vous assumez le rôle de CEO, le cours de Potlatch a baissé de 45%, soit une perte de valeur pour les actionnaires de 520 millions de dollars». Loeb préfère ainsi utiliser une communication percutante plutôt que de passer par le processus plus lent du vote aux Assemblées Générales ou de chercher à influencer les dirigeants au cours de réunions privées. Le ridicule public est une arme puissante et Dan Loeb n'hésite pas à s'en servir. Loeb ne cherche généralement pas à entrer dans les aspects opérationnels des entreprises qu'il cible, son but est le plus souvent d'amener les dirigeants à prendre des mesures de type bilancielles tels que des spin-offs,

création de plan d'achat d'actions propre, augmentation de dettes souvent liés à un paiement de dividende extraordinaire.

L'analyse des «13D filings» de Third Point, déclaration obligatoire de passage du seuil des 5% du capital d'un titre coté aux Etats-Unis et complétée à chaque fois que la part détenue varie d'au moins 1% est particulièrement intéressante car cette démarche fait partie intégrante de la stratégie de gestion du fonds. Par ailleurs, la taille souvent moyenne des entreprises cibles ainsi que l'actif important du fonds engendre un nombre significatif de déclarations. Il ressort de l'analyse de l'ensemble des déclarations 13D effectuées depuis l'année 2000 par Third Point un taux de réussite très élevé. Sur 29 déclara-

tions, le fonds n'est perdant que dans 3 cas (10% des cas) mais surtout la moyenne de performance, en équipondérant chacune des lignes, est de 55% alors que l'indice de référence des actions US S & P 500 affiche 5% sur des périodes comparables.

La vision opérationnelle de Nelson Peltz

Le fonds Triam est géré par Nelson Peltz, investisseur activiste historique et dont la philosophie de placement diffère de manière significative de celle de Dan Loeb. Nelson Peltz est un investisseur opérationnel, dont l'ap-

proche est de se rapprocher des conseils d'administration et le management dans le but d'explorer les moyens d'améliorer le compte de résultat des entreprises. L'approche est plus patiente même si elle n'est pas toujours amicale. Nelson Peltz prend le temps de construire un meilleur compte d'exploitation qui sera valorisé avec un multiple par le marché plutôt que de forcer une approche bilanciel, souvent plus rapide, mais qui ne bénéficiera pas de l'effet multiple. Heinz, cible principale de Peltz dès mars 2006 est un bon exemple du style de gestion utilisé dans Triam. La montée en charge dans le capital du groupe alimentaire s'est rapidement concrétisée par la nomination de Peltz au Board et par la présentation d'un plan de restructuration prévoyant près de 600 mil-

lions de dollars d'économie annuelle ainsi qu'une série de dépenses visant à rénover la gamme et à augmenter fortement la notoriété des marques phares du groupe. Après une période de résistance, la réponse de William Johnson, CEO du groupe fut un plan différent mais fortement inspiré par celui de Peltz. Heinz est aujourd'hui une société différente, qui a fermé 16 usines, a vendu ses marques en difficulté, redéployé d'autres marques sur de nouveaux marchés, etc. Peltz quant à lui peut se satisfaire d'un titre sur lequel il a gagné environ 35%.

La taille des sociétés ciblées par Peltz est particulièrement élevée et la concentration du portefeuille très forte (seulement 6 positions US en portefeuille selon la déclaration 13F de fin mars). A titre d'illustration le fonds s'autorise une exposition pouvant aller jusqu'à 40% de son actif sur une position. Cela révèle une nouvelle différence marquée avec Third Point.

L'analyse des «13D filings» de Triam indique que le fonds n'a franchi le seuil des 5% du capital d'une société que 3 fois (Wendy's, 13 décembre 2005, sur la base des cours de clôture, la performance du titre est de 55.7% vs 20.8% pour le S & P 500 au 5 juin 2006 - Heinz, 24 avril 2006, performance de 21.0% vs 17.5% - Tiffany, 26 février 2007, performance de 14.9% vs 5.6%). Par ailleurs, la performance réalisée par le gérant est supérieure car son cours d'acquisition, lui-même déclaré, est généralement inférieur. - (FB/SL)

	Third Point Partners	Triam Partners
PÉRIODE	du 31.12.96 au 31.05.07	du 30.11.05 au 31.05.07
PERFORMANCE ANNUALISÉE	23,20%	16,80%
VOLATILITÉ	12,75%	4,85%
RATIO DE SHARPE (TSR 5%)	1,43	2,43
RATIO DE SHARPE DE L'INDICE ACTIONS (MSCI WORLD) SUR LA MÊME PÉRIODE	0,12	1,99
WORST DRAW DOWN (PLUS FORTE BAISSÉ CONSTATÉE SANS LIMITE DE TEMPS)	-14,18%	-0,70%
WORST DRAW DOWN DE L'INDICE ACTIONS (MSCI WORLD) SUR LA MÊME PÉRIODE	-48,44%	-4,43%

Source: Geneva Partners

