

GESTION ALTERNATIVE

Les dessous publics de l'activisme actionnarial vous sont dévoilés

Les déclarations légales auprès des autorités de marché, auxquelles sont soumis les investisseurs, sont des informations publiques que nous avons analysées.

FRANCK BERLAMONT
STÉPHANE LÉVY*

L'analyse des fonds activistes peut être sensiblement améliorée par la prise en compte et l'exploitation d'informations publiques telles que les déclarations légales de franchissement de seuil du capital d'une société cotée. Bien que la mise en place d'une relation étroite avec le gérant soit, comme pour tout hedge fund, le préalable à une démarche d'investissement, l'analyse systématique des informations publiques permet de développer une connaissance des fonds assez fine, à même d'améliorer la sélection des fonds et le suivi au quotidien des gérants sélectionnés. Les fonds activistes sont particulièrement adaptés à ce type d'analyse, essentiellement pour deux raisons (1) ils sont majoritairement investis en actions (2) leur portefeuille est assez stable (le turn over est moindre que celui des fonds « Long/Short Equity », et la concentration plus élevée), de plus dans la mesure où la manipulation (au sens noble du terme) de l'information publique fait partie intégrante de la stratégie des fonds activistes, il est pertinent de s'appuyer sur cette information pour analyser les talents d'une gestion.

Attribution de performance par les 13 F filings

Le 13F filings est une obligation légale à laquelle doivent satisfaire, auprès de la SEC (autorité des marchés financiers aux Etats-Unis), les sociétés de gestion américaines qui détiennent plus de USD 100 M en titres US. Elles doivent fournir à chaque fin de trimestre et dans un délai de 45 jours maximum l'ensemble des positions US qu'elles détiennent en portefeuille. Il est ainsi possible de reconstituer, à partir de

cette information publique, la composante « longue » d'un portefeuille avec un pas trimestriel, et d'en effectuer une « attribution de performance » afin de localiser et de quantifier les postes de performances de la gestion.

Nous avons ainsi retenu 10 fonds activistes US qui publient une déclaration 13F depuis au moins le quatrième trimestre 2005. Pour certains d'entre eux la première déclaration remonte au 31 décembre 1998. La reconstitution de la performance à partir des positions longues déclarées par chacun de ces 10 fonds activistes à chaque fin de trimestre indique une performance annualisée moyenne de 22.39% contre 6.98% en moyenne pour l'indice S&P 500 sur les mêmes périodes.

Il est rassurant de noter que la source de la performance provient essentiellement de la sélection des titres (stock-picking) et non des biais sectoriels (sector timing), 85.5% de la surperformance par rapport à

l'indice est le fruit d'un effet stock picking. Par ailleurs, l'analyse des 13F permet de vérifier la bonne diversification de son allocation en fonds activistes. A cet égard, l'analyse sur les quatre derniers trimestres de 14 fonds activistes semble valider le fait que ces derniers sont bien diversifiés en terme de choix de titres cibles, ce qui répond de manière rassurante à l'une des craintes parfois soulevée par les investisseurs. L'overlap moyen entre deux fonds activistes (c'est-à-dire leur partie commune) est en moyenne de 2%, ce qui est extrêmement peu. A fin mars 2007 (dernier 13F publié), l'overlap moyen était de 1.5%. Par ailleurs, sur les 442 titres présents dans les 14 fonds activistes, seules 9 sociétés étaient présentes dans 3 fonds, une dans quatre fonds (Altria présente dans Jana, Amber, Highfields et Steel Partners) et une dans 5 fonds (Motorola détenue par Barington, Icahn Management, Highfields, Jana et Third Point). En revanche il ressort que

deux fonds présentent un overlap important sur leur compartiment américain (26.5%). Il s'agit des fonds Steel Partners et Pirate Capital qui possèdent dans de larges proportions une position commune, la société de transport sécurisé Brink's, pour laquelle Steel et Pirate détiennent respectivement 8.0% et 8.6% du capital. Il s'agit là d'une information essentielle pour un allocateur d'actifs qui vise à bien répartir ses risques.

La valeur ajoutée de l'activisme mesurée par les 13D filings

Le 13D filing est la déclaration légale auprès de la SEC que doit fournir un investisseur dès qu'il franchit le seuil de 5% du capital d'une société, dans un délai de 10 jours. Nous avons analysé l'ensemble des 13D filing publiés par 14 fonds activistes depuis 2000. L'étude concerne 198 sociétés cibles ayant fait l'objet d'une déclaration de franchissement de seuil. Il ressort que la performance moyenne de

ces investissements est de 31.1% contre 11.8% pour l'indice S&P 500 sur des périodes comparables. Cette performance est remarquable et valide le fait que la démarche des fonds activistes génère une valeur consistante. Par ailleurs, il ressort de l'analyse des déclarations 13F (de mars 2007) et 13D de ces 14 fonds activistes américains, qu'une annonce publique de franchissement de seuil est effectuée dans 29% des cas. C'est-à-dire que près d'une position sur trois fait l'objet d'une déclaration. Rendre publique une position fait donc partie intégrante de la stratégie d'un fonds activiste. Nous avons alors cherché à répondre aux deux questions suivantes, sur la base d'un gisement beaucoup plus exhaustif puisqu'il porte sur l'ensemble des déclarations de franchissement de seuil aux Etats-Unis, ayant été effectuées par un investisseur de type activiste selon le bureau d'étude 13Dmonitor. Nous prenons en compte dans cette étude 191 déclara-

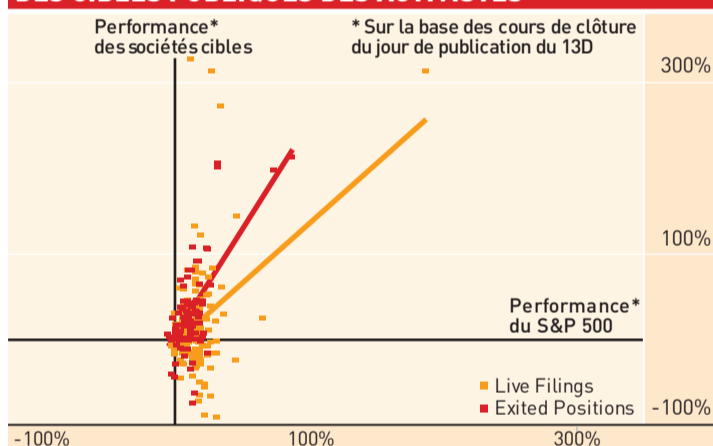
tions 13D encore « en cours de vie », c'est-à-dire n'ayant pas fait l'objet d'une déclaration de franchissement du seuil de 5% du capital à la baisse, ainsi que 107 déclarations de sortie (déclaration de franchissement à la baisse du seuil de 5%, acquisition par une autre société...) ayant été effectuées depuis un an. -Quelle est en moyenne la performance déjà effectuée par les activistes sur les titres cibles au soir de la déclaration publique ?

-Quelle est la surperformance que l'on peut espérer retirer par la réplication passive des positions publiques des activistes ?

Il ressort que les titres détenus par les activistes se sont déjà appréciés de 9.45 % en moyenne au soir de la déclaration publique de détention de plus de 5% du capital. En revanche il est impossible de déterminer la durée moyenne de l'étape d'accumulation des titres avant la déclaration publique, et cette durée peut être très variable.

La réplication passive des positions publiques des activistes, que nous avons cherché à simuler en mesurant la performance entre le cours de bourse au soir de la déclaration 13D et le cours actuel dans le cas des positions encore ouvertes, ou le cours au soir de la déclaration de sortie pour les positions fermées dans les 12 derniers mois est de 21.77% contre 12.89% pour l'indice S&P 500 sur des périodes comparables. Bien entendu, cette mesure n'est qu'indicative et il faudrait tenir compte dans les conditions réelles d'un éventuel impact de type slippage (écart entre simulation et exécution liée aux conditions de liquidité).

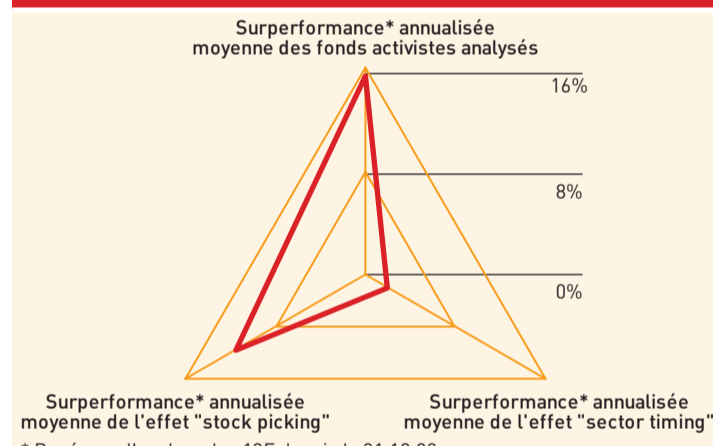
PERFORMANCE COMPARÉE AU MARCHÉ DES CIBLES PUBLIQUES DES ACTIVISTES



Dans plus de 70% des cas, la réplication passive des positions des activistes après les déclarations 13D qu'ils publient, permet de surperformer l'indice S&P 500 (sur 107 sociétés dont la participation au delà du seuil a été clôturée durant les 12 derniers mois, cf « exited positions »).

Source: Geneva Partners/13DMonitor

DÉCOMPOSITION DE LA SURPERFORMANCE* DES HEDGE FUNDS ACTIVISTES SÉLECTIONNÉS



L'attribution de performance des 10 Hedge Funds activistes sélectionnés montre que la surperformance annualisée moyenne s'explique essentiellement par la sélection des titres (Stock Picking) plutôt que par des choix sectoriels.

Source: Geneva Partners

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

www.geneva-partners.com

Un premier semestre favorable à l'activisme

Performances

Le thème de l'activisme continue d'afficher de très bonnes performances. La moyenne des performances des fonds activistes que nous suivons s'élève à 10.06% sur le semestre. Par ailleurs, les sociétés de participations cotées dont la stratégie est de nature activiste, maintiennent un rythme de performance élevé et confirment le constat selon lequel l'activisme est la source d'une valeur ajoutée significative pour l'investisseur. En effet la performance moyenne depuis le début de l'année des 16 titres, que nous avons identifiés comme répondant à des critères activistes, est de 14.3% en devises locales au 6 juillet (par exemple Wendel +25.7%, Leucadia + 31.4%, Onex +31.4%...).

Contexte et perspectives

Ces bonnes performances puisent leur source dans la juxtaposition de plusieurs phénomènes (1) un contexte macro économique favorable, la croissance des pays émergents est un soutien pour la croissance économique mondiale (attendue à +5.0% en 2007 et 2008), par ailleurs elle engendre une pression baissière sur les prix et permet donc de maintenir des niveaux de taux historiquement bas (2) les struc-

tures de production des économies développées ont besoin de se réorganiser sous la pression de la mondialisation (3) les liquidités sont abondantes, elles alimentent notamment les fonds de Private Equity qui sont une porte de sortie naturelle pour les fonds activistes (4) les fonds activistes ont désormais atteint une certaine maturité et sont clairement identifiés par l'ensemble des acteurs économiques et politiques comme des catalyseurs à même d'accélérer des transformations nécessaires.

des analystes financiers publié par JCF/Factset il apparaît que le marché européen (indice DJ Stoxx 50) se paye 12.7 fois les bénéfices estimés de 2007 (PER 2007, x11.7 en 2008) et x16.2 pour le marché US (indice S&P 500) en 2007 (x14.5 en 2008). Ces niveaux de valorisation nous semblent plutôt raisonnables et correspondent à des normes «value», alors que les marchés occidentaux pourraient plutôt prétendre à des valorisations de type «growth» (valeurs de croissance) en raison de la croissance impli-

«LES ABONDANTES LIQUIDITÉS ALIMENTENT NOTAMMENT LES FONDS DE PRIVATE EQUITY QUI SONT UNE PORTE DE SORTIE NATURELLE POUR LES FONDS ACTIVISTES.»

Cette tendance est selon nous à même de s'inscrire dans la durée, dans la mesure où la forte croissance mondiale, la hausse de l'énergie et des matières premières ainsi que le développement du Private Equity n'ont pas provoqué à ce stade d'excès sur les marchés en terme de valorisation. Ainsi selon le consensus

cite que les importantes restructurations et démarches capitalistiques engendrent. Cela permettrait au marché de se voir valorisé avec des multiples plus importants. Dans les niveaux actuels, une prime de 3 points de PER correspond à une hausse de 20% des cours de bourse. - (FB/SL)

Le Japon fait de la résistance

Le Japon aiguise de plus en plus l'intérêt des investisseurs de type activiste. La valorisation attractive des sociétés nipponnes (un certain nombre de sociétés se payent en dessous de leur book value), leur manque d'efficacité matérialisé par un «return on equity» de seulement 10.3% et le bas rendement des dividendes (1.1%) sont considérés comme autant de facteurs à même d'être améliorés au bénéfice de l'actionnaire.

La traditionnelle période des conventions d'actionnaires que traverse actuellement le Japon nous semble un moment opportun pour faire le point sur le degré d'avancement de l'activisme dans ce pays. Le bilan est contrasté. Des indices démontrent un changement favorable aux nouvelles pratiques de corporate governance mises en oeuvre par les activistes, mais le conservatisme local fait preuve en écho d'une importante résistance.

C'est notamment le cas dans le dossier « Bull Dog » dans lequel le fonds Steel Partners, a essuyé un cuisant échec. Une première fois lors du vote de l'assemblée des actionnaires du fabricant de saucisses alimentaires le 24 juin. La volonté du management et de certains actionnaires locaux a été en effet satisfaite par l'acceptation d'un programme d'émissions de

warrants visant à diluer la participation du fonds activiste dirigé par Warren Lichtenstein dans la société afin d'éviter une OPA hostile. Une seconde fois quand Steel Partners a tenté de faire invalider cette décision auprès des tribunaux. Sa demande a été rejetée le 28 juin par le tribunal du « Tokyo District » puis en appel par la haute cour le 9 juillet. D'autres exemples sont significatifs d'une aversion des actionnaires locaux à des pratiques trop agressives. Ainsi Fursa a vu sa demande de multiplication du dividende de la société Noritz rejetée. Même constat pour le fonds TCI, dont la demande de triplement du dividende de J-Power (pourtant détenue à plus de 40% par des étrangers) n'a pas été acceptée par les actionnaires. Toutefois ces échecs sont à relativiser. Steel Partners, par exemple, est présent au Japon depuis 2002. Le fonds a investi 343 milliards de Yens dans un total de 30 sociétés. La valeur de ses investissements est à ce jour de 464 milliards. Récemment, le fabricant de perruques Aderans a accédé à la demande de Steel Partners en proposant un plan visant à valoriser la société. Par ailleurs, d'autres fonds activistes ont connu des succès significatifs, en employant une approche parfois plus consen-

suelle et adaptée à la mentalité locale. Ainsi, la société de gestion japonaise Sparx Asset Management, a convaincu les actionnaires du fabricant d'appareils photo Penta d'accepter une offre de 105 milliards de Yens du fabricant de verres optiques Hoya. Le fonds Ichigo AM géré par Scott Callon a obtenu un soutien suffisant pour bloquer la fusion par échange de titres entre Tokyo Koh-tetsu et Osaka Steel jugée trop défavorable pour les actionnaires de Koh-tetsu dont le fonds faisait partie. Ono Pharmaceutical a satisfait la demande de Brandes Investment Partners en définissant une politique de distribution des dividendes basée sur le free cash flow, dont la conséquence est la multiplication par 7 des dividendes. Enfin, le plus favorable des signaux est celui en provenance de l'Association des Fonds de Pension au Japon qui indique que ses votes se porteront systématiquement contre la réélection des membres d'un conseil d'administration dont la société affiche un return on equity inférieur à 8%. Sachant que par ailleurs les investisseurs étrangers détiennent environ 28% du marché japonais (plus du double d'il y a 10 ans), ce soutien de poids peut laisser augurer une adhésion progressive aux démarches activistes. - (FB/SL)