

## GESTION ALTERNATIVE

# «Les conditions de marché actuelles sont exceptionnelles pour les activistes»

Dans un entretien exclusif, Christer Gardell et Lars Förberg, fondateurs de Cevian Capital, présentent les particularités de l'approche activiste en Europe du Nord.

FRANK BERLAMONT  
STÉPHANE LEVY\*

Christer Gardell et Lars Förberg constituent deux figures emblématiques de l'activisme suédois. Leurs fonds d'investissement Cevian Capital, lancé en 2002 avec le soutien du célèbre activiste américain Carl Icahn, dépasse aujourd'hui les 3 milliards d'euros et compte parmi ses clients les plus grands fonds de pension du pays.

**La Suède est l'un des pays les plus tournés vers l'activisme financier. Comment expliquez-vous ce phénomène ?**

**Christer Gardell et Lars Förberg :** Il y a effectivement une véritable tradition de l'investissement actif en Suède et en Scandinavie. Par le passé, le tissu économique était inefficace en raison du nombre important de participations croisées entre les entreprises. Celles-ci se contrôlaient mutuellement avec des conseils d'administration interdépendants. Ces participations croisées furent démantelées au cours des années 90, laissant ainsi le champ libre aux activistes. Ces entreprises, qui n'avaient jusqu'alors pas été soumises au marché et aux règles de la gouvernance d'entreprise, constituaient un champ d'action idéal pour les investisseurs activistes. Il est d'ailleurs intéressant de noter que l'Allemagne, qui représente une part significative de notre portefeuille, est aujourd'hui exactement dans la même situation que la Scandinavie d'il y a 10 ans. Notre approche opérationnelle et notre philosophie d'investissement industriel à long terme sont bien adaptées à ces pays où la « conscience sociale » et les syndicats sont très forts. A la différence des investisseurs anglo-saxons, nous sommes habitués à travailler dans ce type d'environnement.

**En tant qu'activiste, comment considérez-vous les conditions de marché actuelles ? Avez-vous récemment trouvé de bonnes opportunités de placement ?**

Les conditions de marché actuelles sont merveilleuses. En tant qu'activiste, il est très difficile de faire bouger les choses lorsque tout va bien. Dans un marché haussier, quand la volatilité est faible et que la visibilité économique est bonne, les gens sont réfractaires au changement. D'une façon générale, les équipes dirigeantes et les conseils d'administration sont peu enclins à entreprendre des démarches visant à réduire les inefficiences car le cours de bourse monte quoi qu'il se passe. Dans le contexte de marché actuel, les choses sont très différentes, il est beaucoup plus facile de se faire entendre et de pousser les entreprises à agir car celles-ci ne peuvent plus créer de valeur en restant passives. Cet environnement nous est donc très favorable. Il est par ailleurs évident que la baisse des marchés génère des points d'entrée plus attractifs.



Christer Gardell (à droite) et Lars Förberg (à gauche), fondateurs de Cevian Capital, deux figures emblématiques de l'activisme suédois.

Cependant, en tant qu'activiste, nous trouvons de bonnes idées indépendamment des conditions de marché. Il y a toujours des secteurs sous-évalués dans lesquels les investisseurs traditionnels ne veulent pas investir car ils ne voient pas quel événement pourrait déclencher une appréciation du cours de bourse. En tant qu'activistes, nous jouons un rôle de catalyseur et pouvons donc nous permettre d'investir

dans des secteurs négligés ou peu à la mode. En réalité, nous préférons souvent investir dans les titres les moins en vogue.

**Comment décririez-vous votre style d'investissement ?**

Nous sommes des activistes opérationnels. Notre approche consiste à dépasser les simples questions bilancielles et de structures du capital pour nous consacrer à l'amélioration véritable des affaires de l'entreprise.

Nous investissons dans des sociétés cotées dans lesquelles nous prenons une participation minoritaire dont l'importance dépend des circonstances et de la taille de l'entreprise cible. Nous investissons dans des sociétés sous-évaluées. Cependant, les critères de valorisation ne sont pas suffisants. Nous devons aussi identifier clairement la stratégie qui permettra de créer de la valeur, d'améliorer les marges et la rentabilité des capitaux. Si nous n'identifions pas

un réel potentiel d'amélioration, nous n'investissons pas. Notre processus d'investissement repose sur un plan d'action incluant des changements opérationnels, stratégiques, structurels et organisationnels. Nous travaillons en étroite collaboration avec le management, de l'extérieur ou de l'intérieur en étant présent au conseil d'administration. Nous travaillons aussi à mettre en place des méthodes de rémunération motivantes

## Créer un large consensus sur lequel s'appuyer

**Quel est le degré de diversification de votre portefeuille ?**

Nous suivons continuellement environ 25 dossiers et investissons de manière très concentrée. Nous détenons typiquement entre 5 et 7 titres sur une durée comprise entre 3 et 5 ans. Cette période de détention est beaucoup plus longue que pour la grande majorité des investisseurs en actions. Nous pensons que cet horizon de placement nous confère un grand avantage. Actuellement, notre portefeuille est composé de 5 grandes valeurs dont 3 sont publiques : TeliaSonera, Volvo et Munich Ré.

**Quels sont les avantages à gérer un portefeuille si concentré ?**

Investir dans un petit nombre de sociétés nous donne le luxe d'être incroyablement exigeants concernant le choix de nos cibles potentielles. Nous passons énormément de temps à comprendre en détail des « business models »

complexes et à élaborer des programmes de changement pertinents. Par exemple, avant d'investir dans Munich Ré, nous avons passé de nombreux mois pour comprendre le détail de ses activités, son environnement, ses concurrents et tout ce qui touchait de près ou de loin à son secteur. Nous avons aussi fait appel à un consultant extérieur spécialisé dans le domaine de l'assurance pour nous aider à comprendre ces problématiques spécifiques. Chaque fois que nous investissons, nous avons le souci permanent de nous assurer que nous gagnerons de l'argent et que nous avons clairement identifié les moyens d'améliorer la stratégie et les opérations de la société.

**Pouvez-vous illustrer votre processus d'investissement à travers un exemple concret ?**

TeliaSonera est le premier opérateur scandinave de télécommunications. La société est contrôlée

par le gouvernement suédois (43%) et le gouvernement finlandais (8%). Nous suivons cette société depuis de nombreuses années. Un des problèmes de TeliaSonera tenait dans le manque d'unité de son conseil d'administration : les membres du conseil avaient chacun des vues différentes sur la stratégie à mettre en place. En tant qu'activiste nous nous sommes alors demandé « Que pouvons-nous entreprendre pour créer de la valeur dans cette société qui est entièrement contrôlée par les gouvernements suédois et danois ? ». Il y a un an et demi, après avoir annoncé un investissement en Espagne mal perçu par le marché, le titre a perdu 15%. Au même moment, nous avons compris que de nombreux actionnaires n'étaient pas satisfaits de la manière dont l'entreprise était gérée. Nous avons alors réalisé que si nous investissons nous serions bien reçus car les gens comprendraient qu'une restructuration était nécessaire. En d'autres mots, nous aurions

suffisamment de soutien pour pouvoir agir. Nous avons donc bâti une position d'environ EUR 350 millions dans la société (2% du capital), avons convoqué un conseil d'administration extraordinaire pour restructurer le conseil, remplaçant 5 personnes sur 8. Par la suite, de nombreux événements positifs se sont produits : un nouveau CEO fut recruté, la stratégie de l'entreprise réorientée, la situation financière améliorée, un ambitieux programme de réduction des coûts mis en place et du cash rendu aux actionnaires. En l'espace d'un an et demi, le profil de la société a été radicalement métamorphosé pour le plus grand intérêt des actionnaires. L'exemple de TeliaSonera constitue une excellente illustration de la façon dont nous opérons. Nous présentons nos idées au management, au conseil d'administration, aux actionnaires et nous efforçons de créer un large consensus sur lequel nous nous appuyons pour agir. - (FB / SL)

pour le management et les équipes dirigeantes, et pas seulement à travers des programmes classiques de stock options. Nous cherchons à faire en sorte que les dirigeants se comportent comme les véritables propriétaires de l'entreprise en les impliquant financièrement. En résumé, nous nous efforçons de fixer la meilleure rémunération possible pour la meilleure équipe conduisant le meilleur programme de changement.

**Quel est votre objectif de rentabilité quand vous investissez dans une entreprise ?**

Nous avons l'objectif de doubler la valeur de l'entreprise dans les 3 ans. Si nous n'identifions pas ce type de potentiel, nous n'investissons pas. Notre approche opérationnelle nous permet tout à fait de viser ce type de rentabilité. Clairement, cela ne serait pas possible si nous avions uniquement une approche de type « ingénierie financière » dédiée au bilan ou consacrée à des programmes de rachats d'actions. Ce type de démarche ne peut provoquer qu'une appréciation d'une dizaine de pourcents. Si vous voulez doubler la valeur de votre investissement, il vous reste 90% de performance à réaliser... Par ailleurs, nous comptons uniquement sur les effets positifs des changements que nous mettons en place et aucunement sur des facteurs exogènes. Ceci nous permet de produire un alpha décorrélié de façon consistante : sur les 10 dernières années, nous avons investi dans environ 25 sociétés. Seul un investissement n'a pas délivré une rentabilité à 2 chiffres. Nous avons réalisé ces bonnes performances car nous ne dévions pas de notre processus d'investissement et que nous poursuivons minutieusement la même discipline depuis nos débuts en 1996.

**L'activisme financier, en tant que stratégie d'investissement, est devenue très à la mode. Un nombre croissant de fonds activistes opèrent sur le marché. Comment jugez-vous ce phénomène ?**

Il y a 30 ans, l'argent était concentré dans les mains de grandes familles qui se comportaient comme les véritables propriétaires des entreprises. Aujourd'hui, avec le développement des fonds de placements et l'intérêt grandissant des fonds de pensions pour les actions, cet esprit de propriété et d'implication fait défaut. Le développement de l'activisme dans ce contexte est tout à fait naturel dans la mesure où ceux-ci se comportent comme les nouveaux propriétaires des entreprises, avec le même sentiment d'implication que les propriétaires d'autrefois. Nous pensons que cette stratégie devrait continuer à se développer sur les 10 ou 20 prochaines années. Par ailleurs, il n'y aura pas de risque d'excès de capital en raison du nombre toujours croissant d'opportunités de placement.

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