

GESTION ALTERNATIVE

Les activistes ont-ils les armes pour résister à l'incertitude boursière?

L'observation de la période 2000-2002 et des corrections de l'année 2007 démontre que les activistes disposent de nombreux moyens de protection.

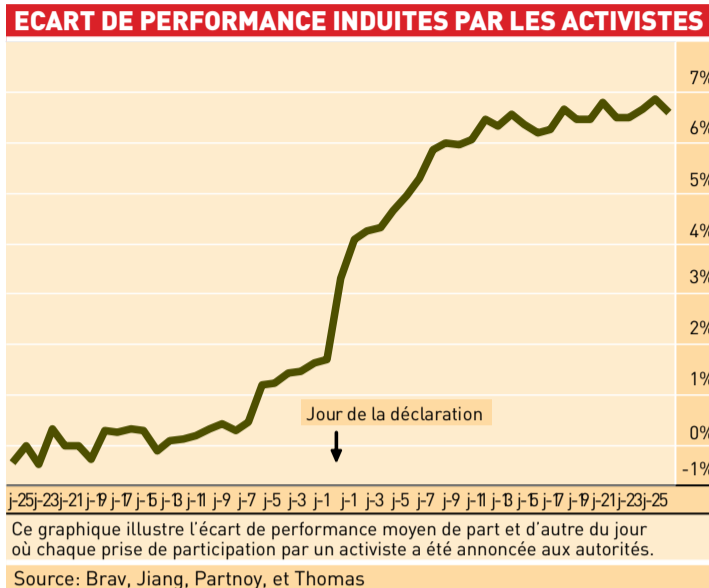
FRANCK BERLAMONT
STÉPHANE LÉVY*

L'activisme financier est une démarche de gestion qui consiste pour un investisseur à prendre part au processus décisionnel d'une société, après avoir accumulé des participations significatives dans le capital, dans le but de faire monter le cours de bourse. Cette approche connaît actuellement un fort développement, d'autant plus qu'elle permet de délivrer des performances attractives.

A titre d'illustration, une sélection représentative de 20 hedge funds activistes pondérés à parts égales, permet d'afficher une performance annualisée de 19.1% contre 7.4% pour l'indice actions MSCI World de décembre 1996 à octobre 2007. Toutefois, le fait que le développement institutionnel de l'activisme soit récent (seuls 40% de ces fonds existaient en décembre 2000), induit que de nombreux fonds ont bâti leur performance dans un contexte de marché haussier à priori favorable. Il est donc légitime de s'interroger sur le comportement de l'activisme dans un environnement plus adverse, et nous vous proposons de répertorier et définir les raisons pour lesquelles l'activisme a de bonne chance de bien se comporter quelle soit l'orientation du cycle économique.

L'activisme se nourrit de son succès

A la différence de certaines stratégies alternatives, le développement de la masse sous gestion des fonds est un facteur favorable. Elle offre une force de frappe plus importante et permet de voir l'influence des gestions activistes augmenter. La notoriété de certains activistes est indéniablement une arme dont ils maîtrisent le maniement. Il s'agit là d'un cercle vertueux au sein duquel les réussites passées contribuent aux succès fu-



turs. Par ailleurs, « l'alpha de la communication », c'est-à-dire l'écart de rendement entre les titres ciblés et le marché au moment de la communication publique de la prise de participation d'un activiste, est une caractéristique favorable et consistante. Ainsi dans une étude universitaire de Brav, Jiang, Partnoy et Thomas, portant sur la période 2004 à 2006 (374 sociétés cibles), démontre la persistance d'une surperformance moyenne dans la fourchette 5%-7% dans les 20 jours qui entourent une déclaration publique (graphique 1). D'autant plus que cela ne se fait pas au détriment des performances à plus long terme. Cette prime à l'activiste, véritable catalyseur du changement est un acquis de rendement, à condition de trouver un nombre suffisant de cibles.

Un catalyseur recherché

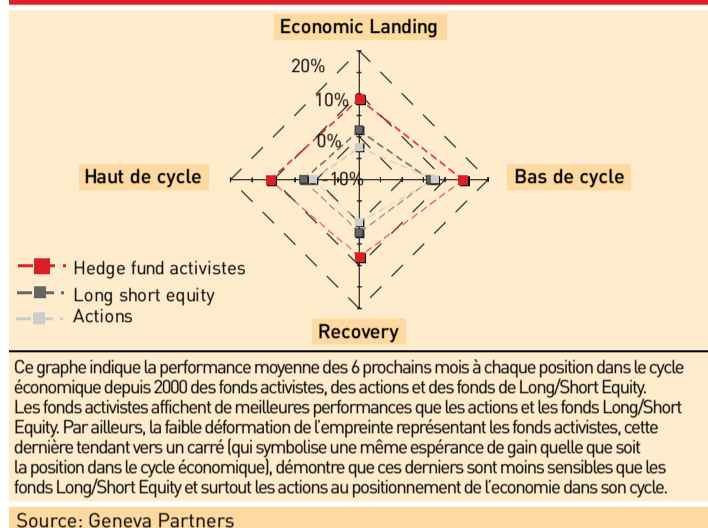
Ce rôle de catalyseur, assumé par les gestions activistes, est de plus en plus apprécié par les investisseurs institutionnels, parfois désarmés face à la sous-performance persistante de certains de leurs investissements. Il est dans ce cadre

révélateur de constater qu'un éditorial du Financial Times du 8 novembre titré « activist wanted » milite pour l'intervention d'activistes dans BMW. De la même manière nombre d'investisseurs font appel aux activistes afin de faire bouger les choses favorablement (du point de vue de l'actionnaire). L'intérêt pour les activistes est dans ce cas double : 1- le flux d'idées d'investissement de qualité est alimenté en permanence 2- en cas d'investissement, les activistes disposent d'alliés parmi les actionnaires.

Une approche bottom up protectrice

Les gérants activistes ont une approche essentiellement « bottom up », c'est-à-dire, basée sur une analyse et une connaissance approfondie des titres qui leur permet de se protéger des conséquences d'un environnement cyclique/ top down défavorable. En effet, seule la conviction d'une sous-évaluation notoire d'un titre provoque un investissement, et il est tout à fait imaginable de traverser des périodes pendant lesquelles une proportion significative de liquidités est conservée dans le portefeuille

ESPÉRANCE DE GAIN À 6 MOIS EN FONCTION DU POSITIONNEMENT DU CYCLE ÉCONOMIQUE



dans l'attente d'opportunités convaincantes. Ainsi, durant la deuxième quinzaine de novembre, un nombre inhabituellement élevé de fillings ont été rendus publics concernant l'initiation d'une nouvelle position, ou l'augmentation de participations dans des titres déjà en portefeuille (ex. ValueAct déclare être monté à 10.5% du capital de Steinway le 27 novembre, Pershing Square pour 17.1% de Borders le 24 novembre, Carl Icahn porte sa participation à 9.8% du capital de Temple Island le 22 novembre). Par ailleurs, leur connaissance des sociétés et la profondeur de leurs analyses sont telles qu'elles font des gérants activistes d'excellents « shorters ». C'est par exemple le cas de Bill Ackman qui dans son fonds Pershing Square a largement profité de positions vendeuses en Holding Amibac et Mbia et qui envisage entre 400 et 500 millions de dollars de profits supplémentaires dans l'hypothèse probable, selon lui, où ces garantisateurs de dette obligataires font faillite. Enfin, certains activistes peuvent adapter leur composition de portefeuille et leur allocation d'actifs au gré des op-

portunités. Le recours à la dette est une possibilité intéressante. Ainsi Carl Icahn rapporte dans sa dernière lettre qu'il a profité de la baisse du mois d'août pour acheter de la dette Distressed (10% de son portefeuille).

L'approche value est dominante

Il ressort de différentes recherches que les gérants activistes sont généralement des « Value Investors ». Ainsi, l'étude universitaire mentionnée ci-dessus indique que, à taille et secteur comparables, les titres cibles d'activistes se situent dans le 39ème pourcentage de titres les moins chers en terme de Price to Book ratio. Par ailleurs, dans environ deux tiers des cas, le fonds activiste déclare publiquement que le titre cible est sous-évalué (ce qui ne signifie pas nécessairement qu'il est « value »). Cette décote leur offre un parachute naturel dans un contexte de marché baissier.

Une faible sensibilité au marché du crédit

Une autre des caractéristiques fortes des fonds activistes est qu'ils disposent d'un actif stable (avec la

mise en place de lock-up pour les investisseurs) qu'ils utilisent pour investir, sans faire de levier. Les pratiques de type LBO, que mènent les fonds de Private Equity, sont par ailleurs peu présentes ce qui permet aux activistes d'être faiblement sensibles au marché du crédit. Toutefois, une certaine sensibilité indirecte peut être conjoncturellement constatée. Ainsi les 3 dernières années ont vu une forte augmentation de l'activité M&A alimentée par les fonds de Private Equity. Cette configuration a indiscutablement profité aux gérants activistes, dans la mesure où le Private Equity s'est souvent porté acquéreur de tout ou partie de sociétés cibles d'activistes. C'est pourquoi, le durcissement actuel des conditions de crédit, en particulier dans le cadre de financement LBO, réduit les perspectives de l'activité M&A financière, au profit d'opérations stratégiques. Ce constat que partagent nombre d'activistes, dont Carl Icahn et Bernard Oppetit, induit un repositionnement des portefeuilles.

Conclusion

Le caractère « value » des participations, la consistance d'un effet catalyseur générateur d'alpha, la capacité à bénéficier des différentes possibilités qu'offre la « Capital Structure » des sociétés cibles, sont autant de caractéristiques qui incitent à envisager avec optimisme l'avenir de l'activisme dans un contexte cyclique plus difficile. L'analyse du comportement des activistes depuis 2000 montre ainsi une moindre sensibilité au cycle économique que les actions, et même que les fonds Long/Short Equity, tout en dégagant des rentabilités supérieures (graphique 2).

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

Jeff Ubben : « je préfère parler de governance investing plutôt que d'activisme »

Nous nous sommes entretenus vendredi dernier avec Jeff Ubben, gérant de ValueAct, un des fonds activistes actuellement les plus en vue. Jeff Ubben gère plus de 5 milliards de dollars de son bureau à San Francisco et communique rarement avec la presse. Avant de lancer le fonds ValueAct, Mr Ubben a travaillé 8 ans chez Fidelity, notamment en tant que gérant du fonds « Fidelity Value Fund » et 5 ans chez Blum Capital Partners en tant que Managing Partner. La performance annualisée de ValueAct Capital Partners depuis sa création en janvier 2000 est de 20.32% au 31 octobre 2007.

Quels sont les facteurs qui expliquent l'importance croissante de l'activisme actionnarial?

Le principal paradoxe dans le système capitaliste est que le conseil d'administration a rarement l'occasion d'établir une relation avec les actionnaires sans la présence des dirigeants. Or les entreprises et leurs boards devraient être dirigés par des hommes qui ont une mentalité de propriétaires. Ce problème, particulièrement présent aux Etats-Unis, peut

être résolu par les actionnaires activistes, tel que ValueAct, qui prennent des participations importantes, obtiennent une présence au board, et acceptent les contraintes, et mettent en place des moyens et du temps pour aider les entreprises. Nous préférons d'ailleurs parler de « governance investing » plutôt que d'activisme. L'image publique des activistes ne correspond pas à notre réalité, ValueAct ne devrait pas avoir à passer autant de temps pour être accepté aux conseils d'administration de ses sociétés cibles.

La crise du crédit a-t-elle un impact particulier sur l'activisme?

La détérioration des conditions de crédit que nous vivons en 2007 amènera les activistes qui visent une transaction rapide, et qui bien souvent sont les plus vocaux, à s'adapter. Cette forme d'activisme ne pourra plus compter s'« inviter » au board en n'ayant comme unique option d'organiser la vente de la société. Nous pensons ainsi que le style

que nous représentons se développera alors même que l'activisme vocal et agressif tendra à se marginaliser, nous voyons déjà des signes allant dans ce sens. Le retour de la volatilité crée aussi de nombreuses opportunités, nous avons utilisé notre cash pour augmenter nos participations dans nos cibles en août et en novembre. Notre niveau de cash s'est donc fortement réduit pour atteindre 250 millions de dollars pour un actif de plus de 5 milliards. Franchement, j'ai l'impression de me retrouver en 2001, il y a aujourd'hui pléthore de sociétés intéressantes même s'il faut admettre que la probabilité d'une récession a augmenté.

Quels sont vos critères lorsque vous investissez?

Nous ciblons les entreprises qui ont un cash flow récurrent et qui ont le pouvoir de fixer leur prix de vente. Nous excluons les cycliques, les minières, les financières et d'une manière générale les sociétés qui « fabriquent » quelque chose, pour nous concentrer sur la technologie, la production de logiciel,

la santé, etc.. Nous opérons une « due diligence » intense qui inclut une recherche détaillée de l'offre, des marchés, de la concurrence, et nous utilisons souvent des consultants externes pour connaître le secteur à fond. Notre objectif est de connaître le marché de nos sociétés cibles mieux que ces dernières. Nos cibles ont un « free cash flow » d'au moins 10% avant impôt rapporté à l'« entreprise value », une croissance du cash flow à 2 chiffres et une valorisation inférieure d'environ 40% par rapport aux transactions faites récemment. Enfin, nous cherchons à travailler de manière amicale, nous prenons donc le temps de connaître le CEO et le board et investissons quand nous sentons que le conseil est prêt à nous recevoir.

Qu'êtes-vous en mesure d'apporter à vos cibles?

Une fois que nous avons investi, nous nous concentrons sur les aspects financiers et bilanciaux, nous prenons, de plus, grand soin à sélectionner et à motiver un CEO talentueux. Ce dernier doit se sentir véritablement

propriétaire de la société. Le marché des bons CEO est très tendu et beaucoup préfèrent aujourd'hui être à la tête d'une entreprise privée. Nous avons une approche très similaire à celle du private equity en ce qui concerne la compensation financière des CEO, en contraste avec la majorité des activistes qui cherchent souvent à réduire le package du CEO.

Comment caractériser le portefeuille de ValueAct?

Notre portefeuille est concentré, nous sommes souvent un des actionnaires les plus importants de nos cibles et avons actuellement une participation dans 16 sociétés avec une présence au conseil d'administration pour 9 d'entre elles, dont 7 où je siège personnellement. Notre gestion du risque est basée sur la qualité de nos investissements, nous n'opérons pas de couverture que ce soit par des shorts, des ventes de futures ou même de change à terme pour couvrir les risques devises.

Y-a-t-il un titre que vous aimeriez faire connaître?

Misys est une société anglaise active dans les logiciels bancaires et de santé, actuellement dirigée par un ancien de ValueAct, Mike Lawrie et dont nous sommes l'actionnaire principal. Mike a rejoint ValueAct en automne 2003 après avoir passé 27 ans chez IBM et 1 an chez Siebel. Comme beaucoup de nos sociétés cibles, Misys résultait d'acquisitions multiples et souffrait de ne pas avoir suffisamment intégré ses acquisitions et d'être encore trop dominée par le fondateur. Mike a immédiatement changé le mécanisme de compensation des cadres pour amener une mentalité de « private equity » dans son équipe. Il a aussi réalisé la vente de filiales, concentré les efforts du département R & D et réduit fortement la taille du bilan qui détient maintenant GBP 200 millions en cash contre une dette de GBP 200 millions. Misys est maintenant une société concentrée sur 2 marchés à forte croissance. Le cours s'est récemment comporté comme celui d'une financière, ce qui ne nous paraît pas rationnel. – (Propos recueillis par FB et SL)