

## LE POINT DE VUE DES GERANTS

# 2020 : une année vue sous le prisme des rachats d'actions des dirigeants

## L'analyse de Youssef Lboukili, gérant chez Amiral Gestion

**Paris, le 18 mars 2021** – Nous accordons une attention particulière au comportement des dirigeants des sociétés dans lesquelles nous investissons, en particulier lorsqu'il s'agit des opérations au capital. Les dirigeants sont naturellement bien placés pour apprécier la juste valorisation de leurs entreprises, et pour détecter aussi bien les progrès réalisés en interne que les tendances de leurs marchés sous-jacents. C'est pour cette raison que nous scrutons attentivement leurs mouvements de renforcement significatifs.

### Iliad, l'exemple ultime

Pour illustrer ce propos, l'un des exemples les plus marquants n'est autre que **ILIAD**, la maison mère de Free, l'opérateur télécom français. Il s'agit d'un dossier dont nous sommes actionnaires depuis plus de trois ans et qui a connu une histoire boursière mouvementée en 2018-2019, notamment en raison de la violente guerre des prix initiée par SFR au moment où elle migrait son modèle économique d'opérateur virtuel vers celui d'opérateur d'infrastructures en propre.

Il a été intéressant de noter que Xavier Niel, le principal dirigeant actionnaire de la société a profité de la valorisation très faible fin 2019 – début 2020 pour se renforcer massivement au capital en lançant une opération lui permettant de récupérer 20% du capital et 40% du flottant. Ce signal a été particulièrement intrigant, non seulement étant donné la taille de la position, mais surtout car cette dernière coïncidait avec deux tendances que nous commençons à identifier :

(1) une normalisation de l'intensité concurrentielle avec des prix qui commençaient à se redresser,  
(2) des efforts en interne sur la politique commerciale du groupe dont les effets commençaient à être perceptibles.

Nous pensons que ces deux signaux conjugués à la faible valorisation du titre ont fortement motivé l'opération lancée par Xavier Niel. L'optimisme du management à l'époque a d'ailleurs été confirmée par les très bons résultats qui ont permis au titre de se reprendre fortement en 2020.

### Les achats opportunistes dans le creux boursier du Covid

L'année qui vient de s'écouler a été particulièrement mouvementée du fait des répercussions de la crise du Covid-19 sur l'économie. Lors de la forte correction boursière de mars 2020, nous avons eu affaire à un mouvement de baisse assez homogène et indifférencié de prime abord. Dans ce contexte, nous avons pu observer un niveau d'achat d'actions assez important sur certaines entreprises. En effet, certains initiés ont jugé que les niveaux de valorisations induits par la correction boursière étaient particulièrement exagérés par rapport à l'impact de la crise sur l'activité sous-jacente des entreprises.

Les exemples n'ont pas manqué, à commencer par **SAF-Holland**, équipementier poids lourds coté en Allemagne dont nous sommes actionnaires depuis le deuxième semestre 2020. La société a connu de début 2019 à mi-2020 un changement progressif de l'intégralité de l'équipe dirigeante qui est venu marquer une rupture par rapport au bilan médiocre des prédécesseurs. La crise du Covid a envoyé le cours de bourse à des niveaux très bas (autour de 3,5€ contre 12€ aujourd'hui). A première vue, ce pessimisme extrême sur les perspectives de l'entreprise pouvait sembler justifiable compte tenu de l'historique de mauvaises performances. Nous avons pourtant vu l'équipe dirigeante acheter des actions de manière significative dans le creux de mars/avril, notamment le nouveau PDG qui a acheté un peu moins d'1 millions d'euros sur une seule transaction.

Comment expliquer ce niveau de confiance autrement que par le faible niveau de valorisation, alors même que le manque de visibilité était total ?

Nous pensons que le management était très bien placé pour détecter deux tournants majeurs :

- (1) le programme de restructuration initié plus tôt semblait commencer à porter ses fruits, améliorant ainsi la résilience de la société face à un choc de cette ampleur ;
- (2) la liquidité de l'entreprise ne semblait pas à risque, car l'effet de déstockage occasionné par la baisse de la cadence de production libérait le besoin de fonds de roulement et permettait ainsi à la société de générer un excellent niveau de trésorerie.

La famille dirigeante du producteur d'emballages plastiques français **Guillin** a également véhiculé un signal de confiance assez marqué en se renforçant sur des niveaux de valorisation que nous estimons autour de 4 fois le résultat opérationnel normatif en mars/avril. Une aubaine pour une activité peu cyclique ayant démontré un bon niveau de résilience sur une année aussi compliquée que 2020.

## Les vagues d'OPAs opportunistes initiées par les dirigeants fondateurs

Pendant l'été, nous avons assisté à un certain nombre d'opérations sur capital que nous qualifierions d'opportunistes, initiées par des actionnaires majoritaires ou des dirigeants fondateurs adossés à des fonds de *private equity*. En effet, le contexte des valorisations raisonnables ou même très faibles de certaines entreprises a suscité des volontés de renforcement plus structurées qui se sont manifestées sous formes d'OPA ou d'OPRA. Certains dirigeants fondateurs ont pu voir dans la crise actuelle une opportunité historique de se renforcer via des achats d'actions conséquents.

En France par exemple, sur le secteur des ESN, les dirigeants fondateurs de **Devoteam** et de **Groupe Open**, dont nous sommes actionnaires, se sont associés à des fonds de *private equity* pour lancer des OPA avec des primes de 25% et 40% qui leur ont permis de récupérer respectivement 60% et 40% du capital. Malgré les primes payées paraissant généreuses au premier abord, nous avons constaté que ces offres valorisaient les sociétés sur des ratios encore abordables, en particulier pour **Groupe Open**.

Outre-Rhin, nous avons connu le même phénomène sur l'incubateur de sociétés **Rocket Internet** dont le fondateur et actionnaire de référence, Oliver Samwer, se renforce au capital depuis plus de deux ans à la fois de manière directe et indirecte, renforcements que nous avons toujours jugés pertinents. Cependant, il nous a surpris en lançant une offre de retrait de cote forcée sans prime, valorisant la société au niveau de sa trésorerie nette. Malheureusement, les règles boursières allemandes, très défavorables aux minoritaires, autorisent ce type de pratiques peu scrupuleuses. Cette mauvaise expérience nous a rappelé qu'une interprétation trop positive du signal de rachat d'actions pouvait être préjudiciable dans des pays dont les lois boursières ne protègent pas suffisamment les actionnaires minoritaires.

## Les habitués des rachats d'actions qui continuent

Les titres de la galaxie Bolloré (**Odet-Bolloré-Vivendi**) font partie des convictions que nous détenons depuis un moment, en partie pour la valeur de la participation de **Vivendi** dans Universal Music Group (contrôlant un tiers de la musique enregistrée mondiale). La valeur de cet actif ne cesse de s'apprécier depuis que l'industrie de la musique retrouve un modèle économique de monétisation pérenne via les plateformes de streaming comme Deezer ou Spotify. Nous avons observé des achats significatifs sur **Financière de l'Odet** (société cotée contrôlant Bolloré Investissements) par sa holding de tête Sofibol à partir de mars 2020. Sofibol a acquis 5% du flottant entre mars et mai. Plus inhabituel, la famille Bolloré a commencé à acheter des titres de la **Financière de l'Odet** en direct à partir d'août et a acquis 12.5% du flottant en 2020 !

Nous avons interprété cela comme un signe précurseur de mouvements au sein de la galaxie **Odet-Bolloré-Vivendi**. Ainsi, Vivendi vient d'annoncer récemment le spin off d'Universal (dont Bolloré investissements deviendra un actionnaire direct) et nous estimons possible que le titre Odet puisse sortir de la bourse, compte tenu de son flottant de plus en plus réduit (7.5% du capital).

Nous pourrions également citer les sociétés belges **Econocom** et **Tessengerlo** dont les actionnaires de référence se sont renforcés de manière continue ces dernières années, y compris dans le creux boursier de 2020.

## Mouvement inverse Outre-Atlantique, à quelques exceptions près

Outre-Atlantique, bien que la période de mars/avril ait également été propice aux renforcements des dirigeants, nous observons depuis deux ans que les niveaux de cessions sont supérieurs à ceux de l'embellie boursière de 2000. Cela est d'autant plus marquant lorsque l'on regarde les entreprises technologiques du Nasdaq dont la plupart évoluent actuellement sur des multiples boursiers traduisant un optimisme peu commun. Nous faisons preuve d'une certaine méfiance à cet égard en ce moment. En effet, la seule société du Nasdaq que nous avons réussi à intégrer à nos portefeuilles a été **Upwork**, la première place de marché mondiale pour les employés en freelance. Nous avons pu constituer une ligne fin mars 2020, encouragés par les achats significatifs de deux dirigeants (environ 1 million d'euros chacun). En 2020, ce fut d'ailleurs l'une des rares sociétés technologiques américaines dont le montant des achats de dirigeants a dépassé celui des cessions. De plus, l'accélération de la croissance sous l'effet du Covid, couplée aux initiatives du nouveau management, ont permis à la société de rattraper son retard de valorisation en fin d'année.

## Les ventes et cessions de dirigeants, moins instructives que les rachats ?

Enfin, nous pourrions nous demander si, à l'inverse, nous aurions dû considérer le signal envoyé par les cessions des dirigeants de manière symétrique. La réponse est moins évidente, car un dirigeant peut vouloir s'alléger pour plusieurs raisons. Il peut en effet profiter d'un excès d'optimisme du marché pour réduire son exposition, mais d'autres raisons sont tout aussi plausibles, comme la monétisation d'une partie du risque entrepreneurial. Il va de soi que les dirigeants fondateurs ont souvent une part importante de leur patrimoine associée à l'entreprise, et il est naturel pour eux de vouloir réduire une partie de cette exposition et ainsi de monétiser une partie du risque entrepreneurial. Il est également courant de voir des dirigeants céder des titres suite à l'exercice de stock-options, afin de financer la fiscalité associée aux rémunérations en option, ou afin de financer un projet. En somme, nous pensons que la valeur prédictive des cessions est moins évidente. En revanche, il y a souvent une unique raison qui incite les dirigeants à se renforcer : la perception que la valorisation actuelle ne reflète pas les fondamentaux de l'entreprise. Bien souvent, ils sont les mieux placés pour le savoir.

***Les informations ci-dessus représentent une étude réalisée par Amiral Gestion et ne constituent en aucun cas une recommandation d'investissement.***

## **A propos d'Amiral Gestion**

Créée en 2003, Amiral Gestion est une société de gestion indépendante détenue par ses fondateurs, dirigeants et salariés. Amiral Gestion s'appuie sur une philosophie de gestion active et de conviction pour offrir les meilleures performances à long-terme à une clientèle composée d'investisseurs institutionnels, d'investisseurs professionnels (CGPI, family offices et banquiers privés) et de particuliers.

Acteur de référence dans l'univers des PME/ETI, Amiral Gestion bénéficie également d'expertises obligataire et diversifiée, mises en valeur au travers des 7 fonds Sextant ainsi que plusieurs mandats et fonds dédiés à la clientèle institutionnelle. Présente en Espagne et en Italie, la société de gestion a également ouvert un bureau à Singapour en 2017 et compte 52 collaborateurs dans le monde. Son encours s'élève à 3,3 milliards d'euros à fin février 2021.

Amiral Gestion est engagée depuis 2012 dans l'analyse ESG et depuis 2015 dans la gestion ISR pour le compte de grands institutionnels engagés et moteurs dans le développement de l'investissement responsable.

Pour en savoir plus **Amiral Gestion** : <http://www.amiralgestion.fr/>

## **Contact presse – Agence Shan**

Léa Schultz – lea.schultz@shan.fr – 07 76 04 73 48

Marion Duchêne – marion.duchene@shan.fr – 06 46 47 09 79