

# À PROPOS DE LA GESTION CONTRARIANTE

PAR THIERRY FLECCHIA

Conceptualisée par l'Américain David Dreman, la gestion contrariante consiste à investir dans des sociétés solides (parts de marché fortes sur de bons métiers) qui ont de faibles prix sur cash-flow, prix sur actif net ou PER, à la suite d'une détérioration de leurs résultats et/ou de leur croissance organique supérieure à celle qui était attendue par le marché.

En gestion contrariante, l'acquisition des titres s'effectue sur la base de cours de Bourse déprimés, lorsque les consensus d'analystes sont négatifs, et ce à partir du moment où les gérants estiment, après analyse, que les difficultés de l'entreprise sont passagères. La gestion contrariante est une gestion de stock-picking pure à la recherche de décorrélations des indices boursiers et de performance absolue. Cette décorrélations correspond à la différence entre la valeur boursière d'une société – à un moment troublé de son existence –, qui masque son vrai potentiel de rentabilité, et sa valeur économique. Ce style de gestion présente l'avantage d'offrir aux investisseurs un bon couple rentabilité (performance) - risque (volatilité).

## LES MOYENS DE LA GESTION CONTRARIANTE

La gestion contrariante requiert de la part des gérants un savoir-faire dans l'analyse du positionnement des entreprises. Les aspects purement financiers de valorisation n'interviennent qu'au moment de l'implémentation des titres dans les portefeuilles. Ce type de gestion exige en outre de l'expérience en matière de situations d'entreprise (changement de taille, de génération de dirigeants, internationalisation, gestions d'acquisitions...), de la patience, du courage (pas de recherche de momentum) et un goût prononcé pour effectuer ses propres investigations sur des sociétés oubliées du marché, donc de moins en moins suivies par les analystes – essentiellement des sociétés de taille moyenne.

On a vu que le savoir-faire du gérant contrariant consiste en l'analyse des fondamentaux de la société, alors que ses résultats financiers sont

détériorés (moindre marges et/ou absence de croissance du chiffre d'affaires). Celui-ci se doit de répondre aux questions suivantes sur les origines de la dégradation des résultats :

- Est-ce que le marché de la société a muté (changement de canal de distribution, nouvelle technologie, nouveau concurrent crédible, nouvelle réglementation) ?
- La société a-t-elle fait les bons choix stratégiques sur ce marché ?
- A-t-elle su se structurer, en particulier sur le plan humain, pour accompagner ces choix ?
- Quelles sont, in fine, les véritables raisons des baisses de marges et/ou de croissance de chiffre d'affaires ?

Lorsque les problèmes sont bien identifiés, il faut y répondre. Cela passe par l'analyse des communiqués et la rencontre des concurrents (prennent-ils des parts de marché, maintiennent-ils leurs marges ?), par l'interview de fournisseurs, de clients ou de dirigeants d'entreprises du même secteur d'activité, pour se forger une intime conviction sur la véritable situation de l'entreprise.

## UNE VISION DE LA GESTION CONTRARIANTE

De par son expérience, chaque gérant apporte une touche personnelle au style de gestion qu'il choisit. Notre vision de la gestion contrariante est fondée sur notre expérience dans le domaine du capital développement et sur les enseignements tirés systématiquement d'erreurs commises dans les choix de valeurs au cours des cinq dernières années. Nous avons développé notre savoir-faire dans l'univers des valeurs moyennes françaises et l'avons étendu aux

Diplômé d'HEC (1984), licencié en droit (1985), membre de la Sfaf, Thierry Flecchia a démarré sa carrière en 1986 au sein du groupe Paribas. De 1989 à 1995, il a été en charge, chez Paribas Affaires Industrielles, de la gestion d'un FCPR spécialisé dans les investissements minoritaires dans les sociétés de taille moyenne non cotées (private equity). En 1995, il intègre le groupe Oddo et C<sup>o</sup>, où il est aujourd'hui gérant d'OPCVM et responsable de la gestion valeurs moyennes.

À PROPOS DE LA GESTION CONTRARIANTE

..... valeurs moyennes européennes dès 1998. En outre, nous suivons un univers de sociétés profitables, leaders sur des marchés à fortes barrières à l'entrée. Notre méthode est fondée sur l'idée de proposer à la clientèle un concept d'investissement performant, fort et pérenne. Ce modèle s'adapte à tous les types de marchés financiers (il y a toujours un concept à la mode dont il faut se méfier, et des valeurs oubliées) et à des tailles d'actifs sous gestion en progression.

Cette vision est basée sur quelques idées simples :

- L'univers des valeurs moyennes européennes concentre les plus belles valeurs de croissance. Les cours des sociétés Jarvis (UK), Hennes et Mauritz (Suède), Capita (UK), Tomra (Norvège), Sage (UK) et Tieto Enator (Finlande) ont été multipliés par 10 au cours des dix dernières années versus des indices qui ont progressé d'un peu plus de 40 %. Or les plus belles sociétés de croissance connaissent toutes, à un moment de leur histoire, un accident en termes de résultats et peuvent, pour les meilleures, bénéficier d'un « rerating » (augmentation du multiple de capitalisation), voire d'un accès aux grands indices. Nous avons eu longtemps en portefeuille des titres comme Sodexo ou TFI et les avons vendus au moment de leur entrée dans le CAC 40.
- L'univers des valeurs moyennes européennes est mal suivi (par de jeunes analystes et par de moins en moins d'analystes) et le manque relatif de liquidités crée de vraies opportunités d'achat. Cet univers suscite un renouvellement permanent des idées d'investissement pour l'investisseur contrariant.
- Être actionnaire de très bonnes sociétés acquises à contre-tendance est payant sur le long terme.

**LES PERFORMANCES D'UNE GESTION CONTRARIANTE**

Au cours des cinq dernières années (classement arrêté au 13 juin 2003), le fonds Oddo Avenir, spécialisé en valeurs moyennes françaises, s'est classé 4<sup>e</sup> sur 235 fonds grandes et moyennes valeurs françaises, avec une performance de 35,7 %, alors que la moyenne des fonds de la catégorie s'établit à - 25 % et que le CAC 40 a baissé de 23,7 %.

Ces performances ont été obtenues en surmontant diverses difficultés de gestion au cours des cinq dernières années. Il a fallu éprouver et améliorer notre méthode dans un marché très volatil, puis-

samment haussier puis baissier. Peu de gérants français disposaient d'une véritable expérience de marchés financiers si difficiles, l'industrie de la gestion d'actifs pour compte de tiers étant jeune en Europe. Rappelons que le CAC 40 a été créé en 1987, en plein marché haussier.

Il nous a donc fallu développer une expertise de la gestion contrariante de valeurs moyennes européennes, puisque l'Europe devient le débouché naturel de notre industrie. Il nous a fallu aussi gérer

“ L'univers des valeurs moyennes européennes est mal suivi et le manque relatif de liquidités crée de vraies opportunités d'achat. Cet univers suscite un renouvellement permanent des idées d'investissement pour l'investisseur contrariant. ”

l'augmentation de la taille des encours, fruit de notre succès en termes de gestion, et le changement de nature (et surtout de comportement) des clients : pour la plupart, les fonds de fonds, bien qu'il s'en défendent, raisonnent à court terme. Nous avons aussi dû maintenir une homogénéité de performance dans le temps. Dans notre métier, c'est toujours la dernière année qui compte. Nous avons enfin pris en des contraintes de gestion : en tant

que fonds éligible DSK, Oddo Avenir a dû être géré en conservant 5 % de l'actif du fonds en actions du Nouveau Marché, alors même que nous savions que les valorisations des actions de ce marché n'étaient pas en ligne avec le process.

**UN OPTIMISME JUSTIFIÉ**

Les bons concepts de stock-picking devraient apporter très prochainement des satisfactions à leurs clients en termes de performance absolue, après avoir surtout apporté de la surperformance relative depuis mars 2000.

Plusieurs éléments factuels justifient un tel optimisme :

- les valorisations sont très basses dans le domaine des valeurs moyennes et ces multiples d'évaluation bas s'appliquent à des marges et des taux de croissance de bas de cycle ;
- les meilleures sociétés recèlent des histoires fortes en termes de croissance et sont peu connues, donc sous-évaluées par les marchés ;
- les meilleures sociétés vont, comme toujours, sortir renforcées de la crise ;
- le retour de la croissance bénéficiaire devrait être salué par le marché, en période de bas taux d'intérêt.

Il est donc temps pour les investisseurs finaux, qu'ils soient particuliers ou institutionnels, de devenir contrariants et d'investir en actions dans les meilleurs concepts de stock-picking. ◻