

## GESTION D'ACTIFS

# « Depuis dix ans, nous avons dégagé une rentabilité annuelle de 10,6 % »

La Sicav Indépendance et Expansion a été repositionnée en 1993 sur les petites et moyennes valeurs françaises par son gérant William Higgons. Elle réalise depuis lors une performance annualisée de... + 14 % ! Sur 20 ans, ses fidèles actionnaires ont gagné 1 700 %, soit 4,5 fois plus que son marché. Le professionnel nous livre sa recette.

Propos recueillis par Michel Lemosof

## Quels sont les liens qui unissent la Sicav Indépendance et Expansion et la société Stanwhar ?

Stanwhar est la société de gestion du fonds Indépendance et Expansion. J'en suis indirectement le principal actionnaire depuis 2007. Le solde de la participation appartient à mes enfants.

## Comment l'appellation d'Indépendance et Expansion s'interprète-t-elle ?

C'est Siparex qui a lancé le véhicule en 1990. A l'époque, la société était la première structure indépendante en France dans le domaine du capital-développement. Quant au terme expansion, il sonne mieux que le terme récession, non ? Les créateurs étaient des précurseurs puisqu'ils avaient conçu un fonds spécialisé en petites valeurs européennes basé au Luxembourg, alors que la vague des fonds européens date plutôt de la fin des années 90.

## Pourquoi avoir changé d'orientation en 1993 ?

Quand vous gérez un portefeuille, notamment dans le segment des petites et moyennes valeurs, il y a un gros travail de recherche et d'assimilation de l'information à accomplir. Si vous n'êtes pas dans le pays d'origine, la probabilité que vous vous fassiez battre par les indigènes est élevée. Dans les années 90, les études de *brokers* arrivaient par la Poste et vous preniez connaissance du contenu des rapports annuels après les gérants locaux. Gagner de l'argent dans ces conditions était pratiquement impossible.

## Sur quoi votre politique de gestion repose-t-elle ?

J'ai lu en 1993 que la notion de prix sur *cash flow* est ce qui fonctionnait le mieux pour bâtir un portefeuille. Vingt-trois ans après, mon expérience valide cette approche. J'ai même affirmé qu'il fallait acheter les sociétés qui capitalisaient moins de trois fois leur *cash flow* sans les analyser. Si on réfléchit trop, on se prive d'excellentes opportunités, car on peut toujours justifier une valorisation aberrante. Il y a deux autres critères déterminants

à mes yeux : la rentabilité des capitaux engagés et la marge d'exploitation qui, pour simplifier, doivent être respectivement supérieures à 10 % et à 5 %. Ces chiffres élevés par rapport au marché constituent une marge de sécurité. Personne ne peut prévoir l'avenir, pas même les gérants ! Comment voulez-vous calculer un bénéfice par action à trois ans, quand vous ne connaissez pas les évolutions des parités de change, des taux d'intérêt, des taux d'imposition et de la croissance du PIB ?

## Croyez-vous aux prévisions ?

Je suis un gérant *value* qui se méfie des prévisions. Même des siennes ! Aussi j'évite d'investir dans des sociétés dont la valorisation suppose une forte croissance et je préfère sélectionner des valeurs parmi les moins chères de la cote plutôt que des valeurs parmi les moins chères de chaque secteur. Par exemple, je ne regarde pas les valeurs pharmaceutiques. Je ne m'intéresse pas aux valeurs à la mode et j'évite les sociétés endettées. Je ne participe pas aux introductions en Bourse qui, généralement, sont de mauvais placements. Je n'ai pas non plus de valeurs en retournement. Elles ne relèvent pas d'une approche *value*, car elles sont généralement bien valorisées. Le marché a du mal à envisager que leur situation puisse se détériorer. Le fait qu'elles ne soient pas appelées sociétés en difficulté est significatif. Si, statistiquement, les gérants *value* sont relativement plus performants en période de baisse des marchés, l'alpha d'Indépendance et Expansion ne dépend pas de l'orientation des marchés.

## Combien de titres en portefeuille détenez-vous ?

Sur un millier de sociétés cotées en France, notre univers d'investissement en rassemble une centaine. Au final, le portefeuille contient une quarantaine de lignes. Il est géré depuis cinq ans en tandem avec Audrey Bacrot. Nous disposons donc de dix jours par an par société, ce qui n'a rien d'excessif. Le portefeuille étant concentré, nous pouvons consacrer 20 jours aux principales lignes. Le



William Higgons  
Gérant de la Sicav  
Indépendance &  
Expansion (Stanwhar)



**La notion de prix sur *cash flow* est ce qui fonctionnait le mieux pour bâtir un portefeuille**

taux de rotation est faible et la durée de détention moyenne des titres est de trois ans et demi. Aussi pouvons-nous accumuler de l'information sur la durée. Le portefeuille est en permanence pleinement investi. Nous n'avons pas recours aux instruments de couverture.

### Avez-vous des objectifs de sortie ?

Oui. Pour chaque ligne, j'applique un modèle d'évaluation. Celui-ci s'appuie sur le rapport cours/bénéfice, sur le dividende actualisé, sur le *free cash flow* et 1,5 fois les fonds propres par action.

### Pourquoi les petites valeurs prometteuses ne sont pas hors de prix ?

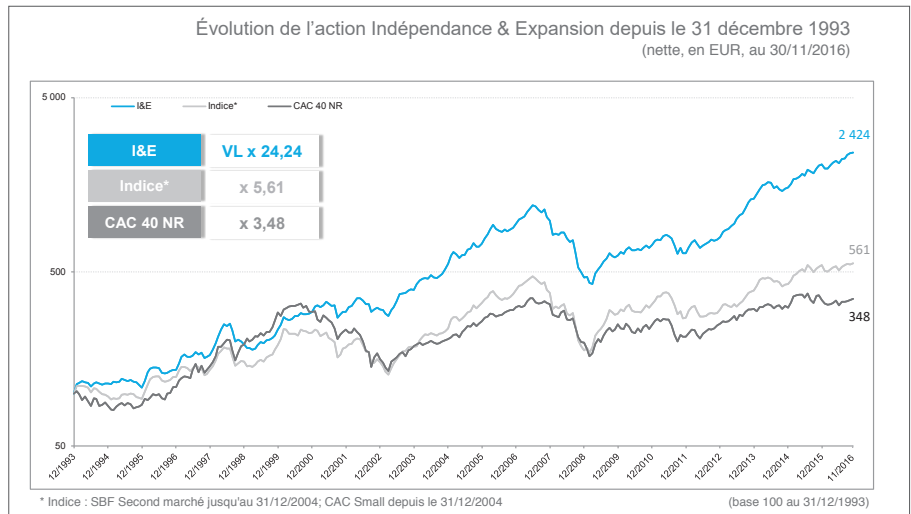
Tous les gérants ne vont pas sur le segment des petites et moyennes valeurs. En outre, il faut de la patience pour dénicher celles qui émergeront du lot ou qui méritent d'être conservées. Il ne suffit pas de lire des rapports de *brokers*. Il convient de se plonger dans les documents de référence et dans la presse spécialisée, ce qui est chronophage. Certains émetteurs communiquent peu. De surcroît, le marché de certains titres souffre d'un manque d'animation. Mais, dans la mesure où cela signifie que les actionnaires, souvent familiaux, ne veulent pas céder leurs titres, c'est rassurant.

### Jusqu'à quelle taille de capitalisation boursière allez-vous ?

Les entreprises dont la capitalisation boursière est inférieure à 1 Md€ constituent le cœur du portefeuille, mais il y en a qui vont jusqu'à 2 Md€, voire plus. C'est le cas de Scor, qui pèse près de 5,7 Md€. L'idée n'est pas de vendre des titres parce qu'ils progressent en Bourse. Et nous devons avoir un volant de 15 % à 20 % de valeurs très liquides permettant de faire face à d'éventuels rachats. En médiane, la taille des sociétés qui composent le portefeuille est de 453 M€ et, en pondéré, de 1,2 Md€. Les quatorze premières lignes correspondent à près de la moitié de l'actif de la Sicav. J'ajoute que nous avons renoué cette année avec une collecte positive (plus de 35 M€). Nous envisageons une fermeture du compartiment *small cap* aux nouvelles souscriptions début 2017, l'actif net de ce compartiment ayant dépassé 200 M€, et, en cours d'année, le lancement d'un nouveau compartiment.

### Quelles sont les caractéristiques de la Sicav ?

Indépendance et Expansion Sicav capitalise les revenus, sa valorisation est hebdomadaire (le mercredi), il n'y a pas de droit d'entrée et le dépositaire est Caceis Bank Luxembourg. Au cours des dix der-



nières années, nous avons dégagé une rentabilité de 10,5 % par an, contre 4,2 % pour l'indice CAC Small NR, et ce avec une volatilité légèrement plus basse : 18,3 % contre 19,3 %. Cette volatilité a tendance à baisser. Elle n'est plus que de 12,1 % sur un an.

### Qui sont les actionnaires de la Sicav ?

L'actionariat de la Sicav se partage entre des caisses de retraite et autres institutionnels pour environ 50 % du passif, des conseillers en gestion de patrimoine (de 25 % à 30 %) et des particuliers pour le solde. Jusqu'à l'année 2015, nous n'avions pas accès aux CGP. Nous avons comblé cette lacune grâce à un *third party marketer* [tierce partie marketeur]. Habituellement, les souscriptions arrivent lorsque le marché monte et peu de personnes souscrivent dans les baisses. La régularité des performances aidant, les actionnaires sont dans l'ensemble très stables. J'ai un actionnaire qui a souscrit en 1990. La Sicav est éligible au PEA et référencée sur quelques plateformes d'assurance vie : AEP, Cardif, Finaveo, Nortia...

### Si vous deviez citer trois valeurs parmi celles que vous avez sélectionnées...

La première ligne du portefeuille est MGI Coutier, équipementier automobile qui représente 8 % de l'actif. Son cours est passé de 4 € à 25 € en quatre ans. Avec la remise en cause du diesel, le titre reste mal valorisé, mais les motorisations essence font aussi l'objet d'un durcissement des normes anti-pollution. La société n'a qu'un seul client (Peugeot) pour ses filtres SCR, mais la demande pourrait s'élargir. Je mentionnerai également Groupe Guillin, fabricant d'emballages plastiques alimentaires d'envergure européenne capable de fournir ses barquettes en 24 heures à la grande distribution. Ses marges sont élevées. DLSI peut compléter le trio, en raison d'une valorisation plus basse que celles de ses concurrents du secteur du travail temporaire. ■



*Le taux de rotation est faible et la durée de détention moyenne des titres est de trois ans et demi*