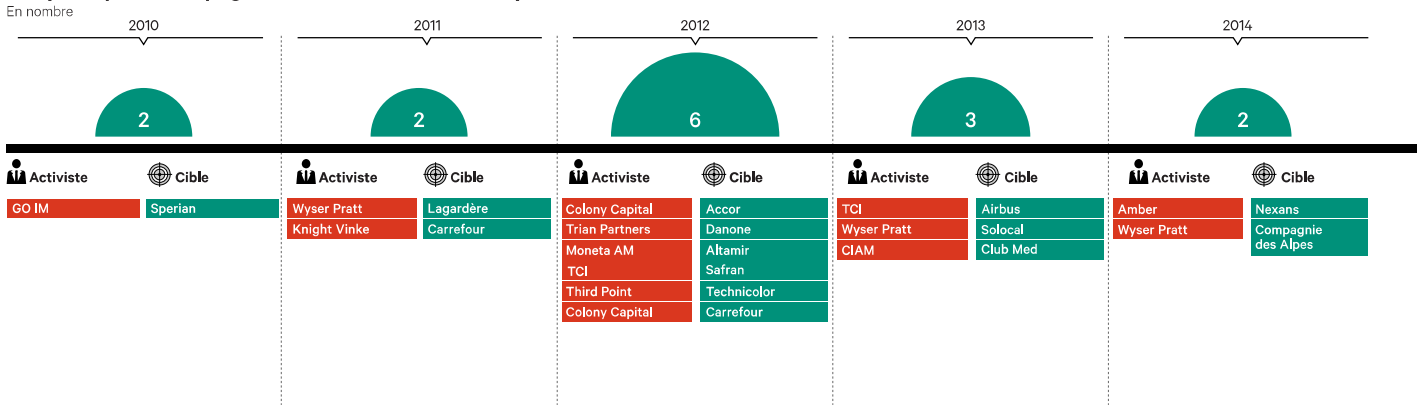


Les principales campagnes activistes en France depuis 2010



Pourquoi les fonds activistes sont ven

- Depuis 2010, une quarantaine de groupes français ont été pris pour cibles.
- Longtemps, les sociétés tricolores ont été à l'abri, mais la fin des noyaux durs et le désengagement de l'Etat ont favorisé l'essor de ces fonds.

Le témoignage choc du président de Safran

FONDS

Laurence Boisseau
@boisseau

Depuis qu'Elliott a débarqué au capital de Pernod Ricard en novembre 2018, la place de Paris est en ébullition. Comment protéger les entreprises françaises contre les activistes qui sont volontiers stigmatisés pour leur court-termisme supposé ? La question résonne d'autant plus dans l'establishment français que depuis quatre ans, Jean-Charles Naouri se bat contre le célèbre vendeur à découvert Muddy Waters, qui a dénoncé un endettement insoutenable dans les holdings de Casino.

Depuis des années, des fleurons de l'industrie française ont eu maille à partir avec ces fonds qui prennent une part minoritaire dans le capital de groupes sous-valorisés pour créer de la valeur. Parmi eux, Safran, Danone, Airbus, Suez, SCOR, ou encore Nexans, Lagardère, Club Med, et plus récemment Vinci, comme l'a révélé le journal « Le Monde ». Les américains Elliott et Third Point, tout comme les britanniques TCl et Amber, ou le français CIAM sont très actifs dans l'Hexagone. Depuis 2010 une quarantaine de groupes cotés ont été ciblés. Et les attaques publiques ne sont que la partie émergée de l'iceberg. Car,

dans les faits, les sociétés visées seraient bien plus nombreuses.

Longtemps, les groupes français ont été à l'abri. La structure du capital, bien moins dispersé qu'aux Etats-Unis, et souvent dans les mains d'un actionnaire de contrôle, faisait rempart. Les dirigeants avaient appris de la tentative-ratéée de l'OPA de BSN sur Saint Gobain en 1968 qu'il fallait maîtriser à tout prix leur actionnariat. Pour compenser le départ – partiel – de l'Etat lors des privatisations des années 1980, ils ont développé un « capitalisme à la papa » avec des alliances formalisées par des participations en capital croisées, souvent portées par Société Générale, AGF, BNP ou encore Suez, Alcatel ou la Générale des Eaux.

L'Etat a gardé des parts importantes dans des groupes cotés, parfois directement, parfois, via la Caisse des Dépôts. « A la même époque, certains groupes ont mis en place des commandites, ou des structures pyramidales donnant plus de pouvoir aux dirigeants que dans les sociétés par actions. Parallèlement, le droit des sociétés accordé au dirigeant un rôle prépondérant et toute une palette d'outils juridiques lui permettant de neutraliser tout contre-pouvoir. Les minoritaires se sont, eux, vus dotés de faibles prérogatives », explique Ahmed Guenaoui, trésorier du think tank Droit et Croissance.

A la fin des années 1990, les noyaux durs d'actionnaires ont peu

à peu disparu. Les groupes ont été confrontés à un problème de taille critique. Et leur actionnariat ne permettait pas de grandes acquisitions. De leur côté, les sociétés financières, en quête d'argent à investir dans leur cœur de métier, ont cédé leurs participations non stratégiques. Le cas des AGF acquises en 1997 par Allianz a été significatif des changements qui ont eu cours alors (1) : le secteur financier n'est pas venu au secours de l'assureur. Dans le même temps, les investisseurs étrangers sont entrés massivement au capital des groupes français.

Principalement anglo-saxons

Les premiers cas emblématiques d'activisme datent de cette époque, quand Vincent Bolloré a forcé la porte de Bouygues ou quand Guy Wyser-Pratte s'est attaqué à Strator-Facom. On parlait alors de « raiders », accaparant les titres d'une société pour en prendre le contrôle et réaliser un bénéfice. Le mouvement a continué dans les années 2000, quand Wendel, le holding d'investissement de la famille d'Antoine Sellière a débarqué chez Saint Gobain ou quand Eurazeo et Colony sont entrés chez Accor.

Aujourd'hui, hormis le français CIAM ou le scandinave Cevian au capital de Rexel, les activistes sont des anglo-saxons. A la fin des années 2000, des fonds comme

Elliott, Third Point, ValueAct, Starboard Value, Pershing Square ou Corvex ont traversé l'Atlantique pour venir en Europe. « Les conseils d'administration sont devenus plus internationaux, les pratiques de gouvernance se sont harmonisées. Cela a pu rassurer les activistes », convient Olivier Diaz, associé chez Gide. Leur terrain de chasse naturel s'est aussi saturé. Ils ont besoin de sociétés où investir car ils ont plus de liquidités à placer : dans un monde de taux bas, beaucoup de géants – des fonds de pension voire des fonds souverains – cherchent du rendement et placent une part de leur argent chez les activistes.

Curieusement, le développement de la gestion passive participe aussi à l'essor de l'activisme. Le capital est désormais dans les mains de quelques grands investisseurs. En moyenne, 25 % du capital des groupes du CAC est détenu par ses 25 plus gros actionnaires institutionnels, comme BlackRock ou Vanguard. Cette situation facilite le travail des activistes car au lieu de parler à des centaines d'actionnaires institutionnels, il leur suffit de convaincre seulement une poignée d'investisseurs.

(1) Voir « La rupture du modèle français de détention et de gestion des capitaux » par François Morin.

L'éditorial d'Elsa Conesa
Page 16

Woerth veut encadrer les comportements excessifs

Le président de la commission des Finances de l'Assemblée nationale a rendu les conclusions de sa mission sur l'activisme actionnarial.

Comment aider les entreprises françaises à combattre les activistes sans nuire à l'attractivité de la place de Paris ? Eric Woerth, président de la commission des Finances de l'Assemblée, s'était saisi de ce sujet en juin, dans le cadre d'une mission sur l'activisme actionnarial, avec Benjamin Dirth, corapporteur (LREM). Il vient de rendre son rapport. Paris Europeale et le Club des juristes feront également d'ici peu leurs propositions au gouvernement.

La mission d'information propose surtout d'encadrer davantage les « comportements les plus excessifs » qui ont des « effets dommageables » pour les entreprises. Cela concerne les ventes à découvert massives, au cœur de l'affaire Casino

qui préoccupe les pouvoirs publics. Le groupe de Jean-Charles Naouri se bat depuis des années contre les « short sellers » qui parient sur la baisse des cours. Depuis la mi-mai, le holding de tête, Rallye, est en procédure de sauvegarde.

Durcir les règles

Eric Woerth préconise de « présumer que le marché fonctionne de manière normale si l'ampleur de la vente à découvert dépasse une certaine limite ». Fin août 2018, l'AMF n'était pas intervenue lorsque Casino avait chuté de près de 20 %. Outre-Rhin, la BaFin a, elle, fait un autre choix. Début 2019, elle a interdit pendant deux mois les ventes à découvert sur Wirecard après que l'entreprise de paiement a perdu en deux mois un tiers de sa valeur sur des rumeurs d'irrégularités comptables.

Le rapport cible ensuite la mécanique sur laquelle reposent les ventes à découvert et préconise de durcir les règles en termes de

transparence. Il recommande d'intégrer dans le calcul des positions courtes soumises à la déclaration d'un franchissement de seuil, les positions courtes prises sur la dette (via les dérivés de crédit ou CDS). Il s'attaque aussi au marché du prêt-emprunt de titres, qui est un

Il propose plus de transparence sur les ventes à découvert et le prêt-emprunt de titres.

préalable à la vente à découvert, puisque pour vendre à découvert, il faut avoir les titres. Eric Woerth propose d'encourager les places financières à développer des outils de transparence sur le prêt-emprunt de titres.

Eric Woerth souhaiterait aussi que les sociétés cotées puissent saisir directement, et de manière urgente, le gendarme des marchés

et que celui-ci puisse intervenir si nécessaire pour éviter les situations irréversibles. L'affaire Casino dure depuis 2015 et a fait immédiatement l'objet d'une enquête de l'AMF. Mais celle-ci est toujours en cours. Le temps du régulateur n'étant pas celui du marché, la mission recommande d'accélérer le tempo, avec une procédure de référé devant le gendarme des marchés.

De manière plus générale sur l'activisme long, le rapport propose d'autres pistes, comme renforcer la transparence du marché, en abaissant les seuils de déclaration de franchissement de seuil à 3 % contre 5 % aujourd'hui, et de durcir les sanctions dans ce cadre. Enfin, d'autres axes sont proposés en termes de communication financière. Par exemple, permettre aux sociétés cotées de répondre de façon souple et rapide aux attaques qui les mettent en cause même quand elles ne peuvent pas s'exprimer publiquement (notamment avec les publications de résultats). — L. Boi.

Le hedge fund de Christopher Hohn est actionnaire de Safran depuis 2012. Ross McInnes, président de Safran, admet qu'avoir TCl comme actionnaire l'a aidé à faire baisser le prix de Zodiac.

Difficile, en entendant le président de Safran Ross McInnes parler aujourd'hui de ses relations avec l'activiste TCl (The Children's Investment), d'imaginer combien, deux ans plus tôt, l'affrontement était brutal. Entré au capital de l'entreprise cinq ans plus tôt, Christopher Hohn, fondateur du très redouté fonds activiste était alors parti en croisade contre le projet de mariage entre Zodiac et Safran dont il détenait 4 %. De manière très agressive : convaincu que Zodiac ne valait pas plus de 10 euros quand Safran en proposait 27, il a interpellé le gendarme boursier, réclamé le départ de Ross McInnes, et recommandé que le bonus de ce dernier soit indexé en fonction de la réalisation d'objectifs liés à Zodiac. La menace de poursuites judiciaires à l'encontre des membres du conseil d'administration a même été brandie. A l'époque, Ross McInnes avait parlé de campagne de « dénigrement ».

TCl actionnaire depuis sept ans de Safran

De tout cela, le président de Safran ne semble plus se souvenir. Cela fait sept ans que TCl est actionnaire de Safran. « Je ne souscris pas à cette description d'un activiste comme un actionnaire menaçant. On ne peut pas se contenter d'un sous-entendu péjoratif. C'est avant tout un actionnaire actif », indique-t-il aux « Echos », deux ans après avoir livré à son actionnaire une guerre de communication.

« TCl est entré à notre capital en 2012. Leur perspective était celle d'un actionnaire de long terme. Ils avaient investi car ils considéraient que l'aéronautique avait un fort potentiel de rentabilité et que Safran recelait un potentiel d'appréciation significatif. A l'époque, le titre valait environ 30 euros, aujourd'hui il vaut plus de 140 euros. » A l'époque, « ils nous ont envoyé un courrier posant des questions légitimes. Ils réclamaient la cession des 22 % détenus dans Ingenico. Notre seule divergence d'opinions avec TCl était sur le calendrier. Nous étions tout à fait

d'accord sur le principe que nous n'avions pas vocation à investir en minoritaire. Mais nous étions au conseil d'Ingenico et ne pouvions céder nos titres quand nous le souhaitions. Nous l'avons fait deux ou trois ans plus tard ».

La divergence de vues a été bien plus violente sur le dossier Zodiac. « Nous, nous considérons que Zodiac était complémentaire et utile à notre croissance, en tant qu'équipementier dans les intérieurs de cabine et champion mondial dans la distribution électrique dans les avions. TCl considérait qu'il fallait limiter la diversification et que si nous avions des excédents de cash-flow, nous devions les rendre aux actionnaires. Il était sceptique quant à la capacité de redressement de Zodiac. » Mais, au final, « en disant que Zodiac valait 7 euros, de manière aussi affirmée, TCl nous a plutôt aidés dans les négociations ». Safran aura de fait économisé un milliard d'euros.

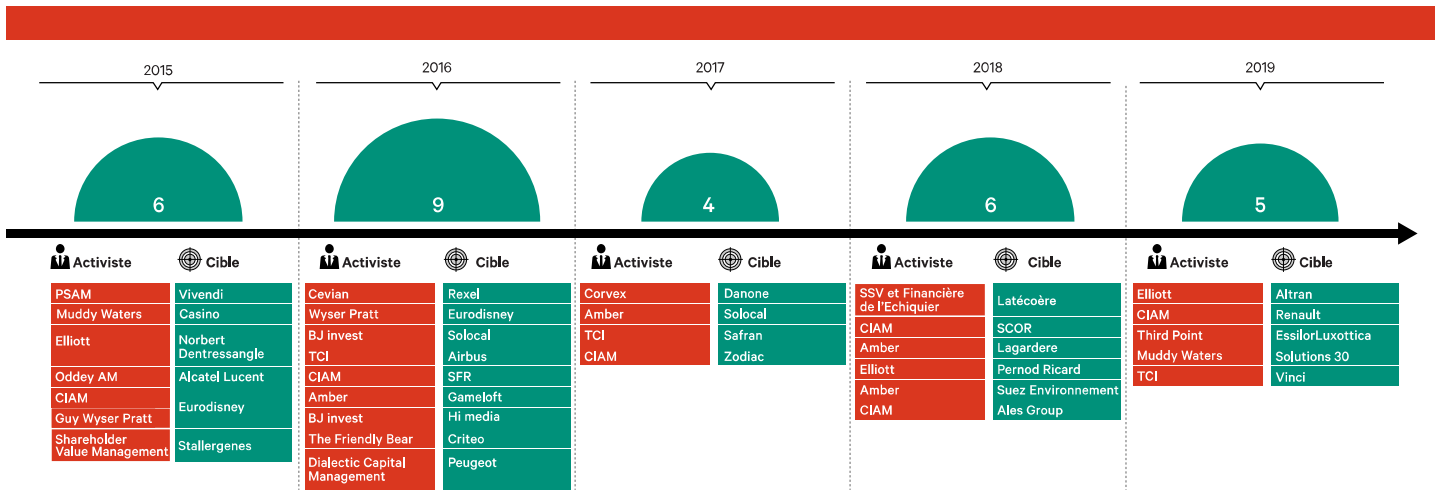
Faut-il contraindre l'action des activistes par de nouvelles lois ? Ross McInnes considère que non. « En France, nous avons tendance à légiférer pour un oui ou pour un non » regrette-t-il. « Peut-être, faut-il alléger les contraintes de la société en termes de communication dans ces périodes-là. Il y a une véritable asymétrie entre une société cotée, pieds et poings liés par un carcan réglementaire très fort et un actionnaire, libre de ses propos. L'Autorité des marchés financiers devrait sans doute veiller à ce point. » La leçon qu'il tire de cet épisode avec TCl ? « Un président du conseil doit avoir un dialogue régulier avec les actionnaires et la mise en place du "say on pay" [vote des rémunérations par les actionnaires, NDLR] est incidemment une excellente occasion de maintenir ce dialogue. » — L. Boi.

Il a dit



« En disant que Zodiac valait 7 euros, TCl nous a plutôt aidés. »

ROSS MCINNES
Président de Safran
Photo AFP



SOURCE : LES ECHOS

us chasser en France

Comment les entreprises peuvent se défendre face aux attaques

Anticiper, dialoguer avec les actionnaires, et surtout ne jamais ignorer les revendications d'un activiste : les conseils prodigués par des avocats d'affaires.

● PEUT-ON SE PROTÉGER CONTRE UNE CAMPAGNE ACTIVISTE ?

Oui, à entendre les nombreux conseils qui prospèrent sur ce marché. Comment ? « D'abord, par la performance », avait répondu Edouard Dubois, ancien responsable de la gouvernance chez BlackRock, désormais associé chez SquareWell Partners, en 2018, lors d'un colloque sur les fonds activistes à l'université Paris-Dauphine. « Peu de campagnes activistes ont prospéré quand la société cible était vraiment performante. »

Les conseils n'ont qu'un mot à la bouche : « anticiper ». « Il faut être son propre activiste », résume Olivier Diaz, associé chez Gide. Donc

faire son autocritique. Certains grands groupes ont établi déjà une cartographie de leurs points de faiblesse ou d'attention éventuels – une opération non réalisée, un dirigeant fragilisé, un conseil d'administration pas assez indépendant. « La rémunération des dirigeants est un véritable sujet depuis que les actionnaires sont appelés à voter dessus en assemblée générale. Si elle n'est pas alignée sur les performances boursières et financières réelles de la société, cela peut créer des tensions », explique Armand Grumberg, associé chez Skadden Arps.

Enfin, autre point important, selon lui, « il convient d'avoir une connaissance précise de ses principaux actionnaires et de maintenir un dialogue constant et actif avec eux. Cela permet de comprendre la vision et les anticipations du marché et de s'assurer aussi que ces derniers comprennent parfaitement les enjeux stratégiques de la société ». C'est primordial parce que les relations entre activistes et investisseurs ins-

titutionnels ont beaucoup changé depuis cinq ans. A l'époque, ces derniers refusaient catégoriquement de leur parler. Aujourd'hui, presque 90 % des gestionnaires dits « actifs » (par opposition à ceux qui sont dits « passifs » à la tête de fonds indiciaires) estiment que les activistes ont une utilité sur les marchés, selon un sondage réalisé par SquareWell Partners.

● QUAND LA CAMPAGNE EST DÉCLARÉE, QUE FAIRE ?

Plusieurs règles d'or : « Ne jamais ignorer un activiste. Il faut écouter ses revendications », explique Olivier Diaz. Les dirigeants doivent examiner avec attention les reproches qui leur sont adressés et les mesures reconvenues. « Ce qui fait la différence, c'est la capacité de réactivité des conseils », commente un autre avocat. Si possible, « maintenir les discussions dans un cadre privé. Car dès que les points de désaccord sont mis sur la place publique, cela devient plus compliqué », com-

mente Olivier Diaz. « Si cela arrive, la société ne doit surtout pas se placer sur la défensive, au risque d'affaiblir sa position », affirme Armand Grumberg. « Il faut laisser la bataille se dérouler sur le champ des idées et éviter à tout prix une guerre d'ego », conseille Olivier Diaz. Dénigré, l'activiste, critiqueur son court-termisme ne sont plus des arguments valables.

Les groupes s'entourent d'experts financiers, juridiques et d'agences de communication. Depuis quelques années, de nombreux acteurs se sont spécialisés sur ces sujets. Les conseils analysent le profil et la réputation de l'activiste, les campagnes qu'il a menées par le passé, son style, ses tactiques et les moyens employés.

Enfin, dernier point : rester très vigilant dans ses discussions avec l'activiste. Comme celles-ci portent sur la stratégie et la gestion, l'entreprise doit s'assurer qu'aucune information privilégiée ne lui est communiquée. — L. Boi.

L'activisme, cruel accélérateur du changement

Au-delà des actionnaires, l'activisme peut bénéficier aux entreprises, y compris à long terme.

Laurent Fallo
@ljallo

Au pays de la « cathédrale de Chartres », comme Antoine Riboud appelait Danone, les bâtisseurs d'entreprises ont meilleure presse que les « vandales » de la finance. Mais les monuments ont vieilli. La moitié de ceux du CAC 40 sont plus que centenaires. Et l'âge de leurs artères sert encore trop souvent de gage à la pertinence de leurs stratégies.

Les empêcheurs de tourner en rond de l'activisme actionnarial sont-ils donc ces « improbables héros du capitalisme » loués par « The Economist » (1) ? Ou bien les profiteurs d'un « capitalisme outrancier » qui réclament 20 % de retour sur investissement quand la croissance peine à 1 %, et que dénonce Agnès Touraine, l'ex-présidente de l'Institut français des administrateurs (2) ?

Les actionnaires, premiers bénéficiaires
Les premiers bénéficiaires de leur intervention sont, bien sûr, les actionnaires. A Wall Street, les titres de leurs cibles s'appréciaient de 6 % en moyenne en quarante jours par rapport au reste du marché, un effet qui perdure dans le temps (+5,8 % au bout de cinq ans), selon une étude de la Harvard Law School. L'observation a été vérifiée en Europe, quoique sur un échantillon limité à 23 sociétés (9,1 % et +87 %).

Les petits porteurs doivent à ces hedge funds le relèvement de nombre d'offres (GDF-Suez, Fosun-Club Med, Camaïeu, Société d'Édition de Canal Plus, etc.). Mais leur travail de fond n'est pas plus systématiquement payé de retour. Le portefeuille du suédois Cevian, incluant le distributeur Rexel, est en retard de plus de 20 % sur les Bourses européennes en un an, selon AlphaValue.

La question des bienfaits à long terme pour l'entreprise et

de ses autres « parties prenantes » est d'ailleurs moins bien tranchée par la recherche académique. Les études hésitent entre l'amélioration des indicateurs financiers à cinq ans et les moyens pour l'obtenir (coupes dans les investissements et les budgets de R&D). Pour les uns, la meilleure allocation du capital se lit jusque dans la qualité des brevets. Pour d'autres, les mesures radicales (cession, vente à la découpe) expliquent des résultats de court terme.

Quelques impacts positifs

La pratique hexagonale confirme les écarts avec la théorie. Sous la pression de Pardus de 2006 à 2008, les cours de Bourse d'Atos et de Valeo ont plongé en même temps que leurs comptes. Leur redressement est loin d'avoir suivi les préconisations du fonds, même s'il a participé aux changements de gouvernance qui l'ont précédé.

Certaines actions ont été plus bénéfiques. Safran a économisé 1 milliard d'euros sur l'acquisition de Zodiac grâce à TCl. Phitrust et Comgest ont forcé la « réconciliation » franco-italienne chez Essilor-Luxottica. En faisant l'acquisition de Ticket Restaurant et des murs chez Accor, Colony et Eurazeo l'ont mieux préparé à affronter la concurrence numérique. PSAM a légitimé un retour de cash plus élevé de Vivendi à ses actionnaires, bénéficiant au premier d'entre eux, Bolloré.

« Les fonds activistes ont montré qu'aucune entreprise, quelle que soit sa taille (Apple) ou son contrôle (Casino), n'était à l'abri de critiques sur la performance n'était pas au rendez-vous ou si la politique suivie était contestable », constate Pascal Quiry, professeur de finance à HEC Paris et coauteur du Vernimmen. Mais l'accélération du changement peut se révéler dangereuse, comme le prouve la procédure de sauvegarde de Rallye.

(1) « The Economist », 5 février 2015.
(2) « L'Usine nouvelle », 4 février 2019.

La boîte à outils des activistes

Lettres aux actionnaires, réseaux sociaux, création de blogs : pour gagner la partie et créer de la valeur, les activistes recourent souvent aux mêmes outils.

● FAIRE UNE ANALYSE TRÈS FOUILÉE DE LA SOCIÉTÉ CIBLÉE

Tout commence généralement par un travail d'analyse en profondeur sur la stratégie et les finances de la société. En 2017, TCl a réalisé un document de 47 pages détaillant les risques d'un rapprochement entre Safran et Zodiac. Les sociétés ciblées sont en général sous-valorisées, et ont souvent un capital dispersé. Elles présentent des faiblesses en termes de gouvernance ou bien leurs performances sont inférieures à celles de leurs concurrents, ou alors des opportunités de marchés ont été négligées. Parfois, certains fonds interviennent lors d'une opération comme une OPA ou une offre publique de retrait.

● PRENDRE UNE PARTICIPATION EN ACTIONS OU EN DÉRIVÉS

Tout investisseur peut acheter des actions de la cible sur le marché au fil de l'eau, ou des blocs de titres. Outre l'investissement direct par l'achat d'actions en propre, l'activiste peut aussi monter au capital avec des dérivés, des CFD ou des equity swap.

Si le régulateur a déjà imposé aux actionnaires de déclarer tous les titres financiers détenus, toutes les sociétés ne le leur demandent pas. Valéo et Casino ont, cette année, modifié leurs statuts pour contraindre les actionnaires détenant ces instruments à les déclarer à la société. Une faible participation ne constitue pas une barrière à l'actionnariat. Tout va dépendre du bruit que l'actionnaire va faire et de sa force de conviction.

● DEMANDER DES DISCUSSIONS CONFIDENTIELLES

Traditionnellement, l'activiste cherche à initier une phase de discussion informelle avec la direction. Dans un premier temps, cela se fait de manière confidentielle. Il revendique des changements de gouvernance, des scissions d'actifs, des distributions de dividende. Si cette phase échoue, il entre alors

dans le dur et entame une campagne publique.

● LANCER UNE CAMPAGNE PUBLIQUE

L'actionnariat entre dans une seconde phase, qui est hostile vis-à-vis de la direction en place. Tous les moyens sont bons. Les fonds publient les lettres qu'ils ont envoyées aux administrateurs. Ils alertent la presse, créent des blogs pour développer leurs arguments, utilisent les réseaux sociaux.

Quand le fonds Elliott s'est opposé à la prise de contrôle du conseil d'administration de Telecom Italia par Vivendi, il a utilisé un site Internet, et a procédé à de nombreuses interviews ciblées. Fin 2018, quand Elliott a indiqué être entré au capital de Pernod Ricard, il a recensé publiquement tous ses griefs contre le groupe de spiritueux.

● FÉDÉRER D'AUTRES FONDS OU ACTIONNAIRES

L'activiste n'a plus rien à voir avec un loup solitaire. L'échec ou le succès de l'action d'un fonds dépend souvent de sa capacité à se coordonner

avec d'autres fonds ou actionnaires minoritaires, souvent institutionnels. Dans la plupart des cas, les fonds activistes et minoritaires échangent entre eux de manière plus ou moins formelle, voire cofinancent certains coûts pour des conseils juridiques, ou des experts financiers. Contre Safran, TCl a réussi à mobiliser l'association Regroupement PLocal, ancienne association des petits porteurs de Solocal, et une partie des actionnaires salariés.

● RECOURIR À TOUS LES MOYENS JURIDIQUES

Les activistes peuvent déposer des résolutions externes aux assemblées générales. Amber a proposé deux administrateurs à l'AG de Lagardère en 2018. Cette année, CJAM a demandé la révocation du siège d'administrateur de Denis Kessler, PDG de SCOR. Les activistes peuvent aussi poursuivre les sociétés devant les tribunaux. CJAM n'a pas hésité à traîner Alice et Eurodisney en justice. TCl a menacé de mettre en cause la responsabilité civile des administrateurs dans le dossier Safran. — L. Boi.

ANALYSE