

COLLECTION
FINANCE

Simon Gueguen
Lionel Melka
Préface de Virginie Morgon

ACTIVISTES

Les fonds activistes

Modes d'action, stratégies et résultats

DUNOD

Mise en pages : Nord Compo

Le pictogramme qui figure ci-contre mérite une explication. Son objet est d'alerter le lecteur sur la menace que représente pour l'avenir de l'écrit, particulièrement dans le domaine de l'édition technique et universitaire, le développement massif du photocopillage.

Le Code de la propriété intellectuelle du 1^{er} juillet 1992 interdit en effet expressément la photocopie à usage collectif sans autorisation des ayants droit. Or, cette pratique s'est généralisée dans les établissements

d'enseignement supérieur, provoquant une baisse brutale des achats de livres et de revues, au point que la possibilité même pour

les auteurs de créer des œuvres nouvelles et de les faire éditer correctement est aujourd'hui menacée.

Nous rappelons donc que toute reproduction, partielle ou totale, de la présente publication est interdite sans autorisation de l'auteur, de son éditeur ou du Centre français d'exploitation du

droit de copie (CFC, 20, rue des Grands-Augustins, 75006 Paris).



© Dunod, 2021

11 rue Paul Bert, 92240 Malakoff
www.dunod.com

ISBN 978-2-10-082379-6

Le Code de la propriété intellectuelle n'autorisant, aux termes de l'article L. 122-5, 2° et 3° a), d'une part, que les « copies ou reproductions strictement réservées à l'usage privé du copiste et non destinées à une utilisation collective » et, d'autre part, que les analyses et les courtes citations dans un but d'exemple et d'illustration, « toute représentation ou reproduction intégrale ou partielle faite sans le consentement de l'auteur ou de ses ayants droit ou ayants cause est illicite » (art. L. 122-4).

Cette représentation ou reproduction, par quelque procédé que ce soit, constituerait donc une contrefaçon sanctionnée par les articles L. 335-2 et suivants du Code de la propriété intellectuelle.

À nos étudiants

Préface

Dans l'univers de ce qu'on appelle improprement « l'industrie financière », je n'ai jamais été membre de l'école de la discrétion et de l'opacité. De celles et ceux qui, à partir des florissantes années 1980 et 1990, ont considéré que pour vivre heureux, il fallait vivre cachés, et que le secret et le mystère étaient les conditions du succès. D'une part, parce que la discrétion amène la confusion et que la confusion conduit au fantasme : celui d'une « finance sans visage », mue par son intérêt propre, soucieuse de ne rendre des comptes qu'à elle-même, à la fois marionnettiste et bouc-émissaire, idiote utile de dirigeants publics en quête de responsables, d'analyses trop simplistes et de populations angoissées par une mondialisation mal maîtrisée.

Un fossé artificiel s'est creusé dans les discours et les esprits : d'un côté l'économie « réelle », celle des entrepreneurs, des salariés, de la production et de l'innovation ; de l'autre l'économie financière où tout se vaut et s'amalgame : *private equity*, *hedge funds*, *pension funds*, *investment banking*, spéculateurs, actionnaires... La confusion est partout, avec son lot de raccourcis et de caricatures. J'ai toujours pensé que la responsabilité principale en incombait aux acteurs financiers eux-mêmes, à notre incapacité collective à communiquer sur ce que nous faisons, à resituer nos métiers dans la chaîne de création de valeur, à démontrer notre utilité sociale et même notre nécessité.

C'est pourquoi l'ouvrage de Lionel Melka et Simon Gueguen, comme tous ceux qui exposent et expliquent ces métiers mal connus, est salubre et doit être salué. Il vient à point nommé après des années riches en actualités et en débat sur l'activisme actionnarial.

Son sujet d'étude est exemplaire du constat général que je dresse. Derrière le terme « activiste », négativement connoté, il y a une réalité méconnue et multiple, des acteurs aux intérêts et aux méthodes divergentes.

Dans un souci de simplification, une confusion est née dans le débat public entre la méthode et la finalité des acteurs activistes. La méthode est communément admise : l'activisme est la manière par laquelle un investisseur use des prérogatives accordées aux minoritaires afin d'influencer la stratégie, la situation financière ou la gouvernance d'une société cotée, à travers une prise de participation qui peut demeurer mineure ou s'accroître au fil du temps. La finalité de l'activisme révèle une typologie complexe d'acteurs, très précisément décrite par les auteurs. Cette diversité oblige à un jugement nuancé sur cette forme de comportement actionnarial : perspective court terme ou investissement durable ; finalités managériales, stratégiques, financières ou ESG, chaque activiste développe des objectifs qui lui sont propres et rendent incongrue une classification de ce type d'acteur dans une catégorie uniforme.

Lorsqu'en 2008, Eurazeo, elle-même société cotée exemplaire en matière de gouvernance, que j'ai l'honneur de diriger, allié à Colony Capital, prend une participation dans le Groupe Accor, elle est qualifiée d'activiste. Lorsqu'elle cède sa dernière action dix ans plus tard, cette « campagne » a donné naissance à deux leaders mondiaux incontestés, Accorhotels et Edenred. Le groupe a même stabilisé sa gouvernance à travers une configuration rare où l'investisseur dit « activiste » – Sébastien Bazin – devint lui-même le dirigeant de la société dont il était l'actionnaire.

La question n'est donc pas de savoir s'il faut être pour ou contre le développement de l'activisme actionnarial, devenu au cours des dernières années une modalité d'action significative en Europe et aux États-Unis. L'enjeu est de distinguer ce qui relève de l'approche court-termiste,

déstabilisante, menaçant l'intérêt social des sociétés concernées et la volonté d'autres acteurs dits « activistes » – la majorité ! – d'utiliser leurs prérogatives d'actionnaires minoritaires pour accompagner, transformer, influencer positivement sur la stratégie et la conduite des affaires de sociétés dont ils veulent préserver et accroître la valeur au bénéfice de l'ensemble des parties prenantes.

En résumé : si l'investisseur activiste est en fait un investisseur actif, alors il correspond à une évolution vertueuse qui résonne dans le monde des sociétés cotées avec le développement massif de l'industrie du *private equity* dans le non coté au cours des vingt dernières années.

Dans le premier cas, une régulation est utile et même nécessaire. Les auteurs évoquent les pistes possibles : elles tournent autour du renforcement du dispositif de transparence s'appliquant aux investisseurs prenant des positions publiquement, directement ou indirectement, en vue d'influencer la stratégie, la situation financière ou la gouvernance d'une société.

Dans le second cas, le nouveau type d'investisseur actif doit être encouragé, surtout, comme le relèvent les auteurs dans le dernier chapitre de cet ouvrage, quand il s'inscrit dans une démarche de prise en compte des sujets devenus si importants de responsabilité sociale et environnementale par les entreprises.

Les entreprises se transforment ou plutôt elles se réinventent : moins verticales, plus collaboratives, plus connectées, plus soucieuses de l'impact de leurs activités sur l'ensemble du corps social de l'entreprise, de la société et de l'environnement. En deux mots : plus ouvertes et plus responsables. Chez Eurazeo, pas une semaine sans qu'un sujet de conformité et de responsabilité ne se présente dans une des sociétés que nous accompagnons, ou ne soit questionné par un actionnaire, un analyste, un consommateur, un journaliste. Pas un rendez-vous avec un investisseur institutionnel ou fonds souverain qui nous confie leurs ressources pour investir dans l'économie réelle, sans que notre performance en matières sociétale, environnementale ou de gouvernance, ne soit interrogée au même titre que notre performance

financière. Pas une année sans que nous ne nous posions la question du partage de la valeur créée et de l'alignement des intérêts entre les actionnaires, les investisseurs, les dirigeants et les collaborateurs.

Ces réflexions prennent une ampleur inégalée. Ma conviction est qu'elle est déjà un enjeu stratégique de pérennité et d'acceptabilité de l'entreprise et de ses activités. Gouvernance plus transparente et efficace, management plus divers en genre et en profils, qualité de vie au travail améliorée et donc recul de l'absentéisme et hausse de la productivité, maîtrise de l'impact énergétique et donc maîtrise des coûts : la responsabilité n'est plus une posture ou un vernis, elle est une exigence de l'ensemble des parties prenantes et un accélérateur de croissance pour les entreprises.

Ce mouvement, il appartient aux actionnaires professionnels, ceux qui dictent le tempo, qui valident la stratégie et fixent les objectifs de performance et de rentabilité, de le comprendre, de l'endosser et de l'accélérer. On pourrait y déceler un paradoxe ou une contradiction : c'est à ceux qui devraient attendre le plus de rendement rapide du capital investi qu'il appartient d'intégrer l'exigence du temps long. C'est plutôt un pragmatisme, autant qu'un engagement : pour être profitable, une entreprise doit désormais être responsable.

Qu'il soit qualifié ou non d'activiste, l'actionnaire est efficace, responsable, utile, si de simple « financeur », il devient un partenaire de moyen-long terme, actif dans la transformation des entreprises qu'il accompagne, et qui elles-mêmes transforment l'économie.

C'est l'objet de l'ouvrage de Lionel Melka et Simon Gueguen de distinguer cette typologie d'actionnaires et d'en étudier les modes d'actions. Il remet de la raison là il y a généralement beaucoup de passion : c'est pourquoi il doit être lu et partagé.

Virginie Morgon
Présidente du Directoire d'Eurazeo

Sommaire

Préface	V
Introduction	1
Partie 1	
La montée en puissance de l'activisme actionnarial	7
Chapitre 1 ■ L'émergence d'un activisme actionnarial : histoire d'un bouleversement	9
Définition de l'activisme actionnarial	9
Historique de l'activisme actionnarial	15
La boîte à outils des activistes	18
Chapitre 2 ■ Le rôle de l'activisme dans l'économie	21
Les cibles privilégiées par les activistes	21
L'impact des fonds activistes sur la performance des cibles	24
L'activisme est-il un court-termisme ?	31
La performance des fonds activistes	33
Chapitre 3 ■ Quelques portraits emblématiques d'activistes	41

Partie 2

Le rôle et les stratégies des fonds activistes 65

Chapitre 4 ■ Les fonds activistes et la gouvernance d'entreprise 67

Actifs et passifs : les stratégies d'investissement 67

Fonds passifs et activisme 72

Fonds activistes, actionnaires majoritaires
et actionnaires minoritaires 78

Les agences de vote par procuration 84

Le pacte des loups : les activistes entre eux 89

Chapitre 5 ■ Les méthodes et stratégies des fonds activistes 93

L'activisme *event-driven* 94

L'activisme opérationnel 102

L'activisme vendeur 133

Partie 3

Les fonds activistes, les régulateurs et la société 149

Chapitre 6 ■ Comment réagissent les régulateurs ? 151

De l'impossibilité d'une régulation spécifique aux activistes 151

La question centrale des franchissements de seuils de contrôle 153

La régulation de la communication entre les activistes,
les émetteurs et le marché 164

Chapitre 7 ■ D'autres horizons pour l'activisme : *impact investing*, environnement et bénéfices sociaux 167

L'investissement durable : première approche 169

L'activisme actionnarial comme stratégie
d'investissement durable 171

Conclusion 181

Bibliographie 187

Remerciements 193

Introduction

Quel est le point commun entre Twitter, le club de football italien AC Milan et le leader français de spiritueux Pernod-Ricard ? Les trois entreprises ont été la cible d'attaques menées par le fonds activiste Elliott Management. L'activisme actionnarial est un processus par lequel un ou plusieurs actionnaires, principalement des fonds d'investissement, mènent des actions pour influencer une entreprise, de manière plus ou moins hostile envers ses dirigeants, dans le but de créer de la valeur. Dans un premier temps, ces fonds d'investissement repèrent des entreprises dont ils estiment pouvoir extraire de la valeur en agissant sur leur stratégie ou leur gouvernance. Ils entrent alors au capital de leur cible, prenant une participation minoritaire. Puis, une fois leur rentrée au capital révélée, ils font pression sur la direction afin de lui faire prendre les décisions qu'ils estiment nécessaires.

Les recommandations stratégiques de ces fonds activistes peuvent prendre des formes diverses : encourager une cession d'actifs, améliorer la gestion opérationnelle, optimiser l'allocation de la trésorerie, s'opposer à une opération de fusion-acquisition ou au contraire la soutenir... L'objectif final de l'intervention d'un activiste reste cependant toujours le même, la création de valeur actionnariale.

L'essor des fonds activistes soulève de nombreuses questions auxquelles nous avons cherché à répondre dans cet ouvrage. Comment un actionnaire pourtant minoritaire parvient-il à peser sur la gouvernance d'une

entreprise pour lui faire adopter ses recommandations ? Avec un horizon d'investissement à court terme, les recommandations des fonds activistes sont-elles véritablement synonymes de création de valeur à long terme ? Les considérations purement financières des décisions encouragées par les activistes ne négligent-elles pas les dimensions humaine, éthique et environnementale ? Les régulateurs ont-ils su s'adapter au rôle croissant de ces nouveaux acteurs ?

Jamais les activistes n'ont été aussi présents que ces dernières années. Selon le rapport annuel de Lazard, l'année 2018 a marqué un record historique avec 226 campagnes dans le monde, totalisant plus de 66 milliards de dollars investis. En 2019, ces chiffres sont en légère baisse : 187 campagnes réalisées pour un total de 42 milliards de dollars. Toutefois, de plus en plus d'acteurs se convertissent à l'activisme et leur nombre a battu un record en 2019, où pas moins de 147 fonds ont mené des campagnes activistes, un tiers de ces derniers le faisant pour la première fois. Sur les trois premiers mois de 2020, avant que les effets de la crise sanitaire ne se fassent sentir, le rythme est resté très soutenu. Il n'est pas surprenant de constater, dans un environnement de faibles taux où les actifs à rendements élevés se font rares, que les fonds d'investissement sont de plus en plus nombreux à adopter une stratégie activiste. La gestion passive continue de gagner du terrain, et la simple sélection active de titres ne permet pas toujours de surperformer le marché. Dans ce contexte, les stratégies activistes sont plus à même d'offrir des retours sur investissement suffisants pour justifier les frais liés à la gestion active.

Ces fonds activistes ont pris naissance aux États-Unis et se sont développés surtout depuis la fin des années 1990. Progressivement, les entreprises européennes sont devenues des cibles fréquentes, jusqu'à représenter environ le quart des opérations depuis 2017 (alors que les États-Unis comptent pour environ 60 % du total). Le marché européen est en effet suffisamment mature, étendu et liquide pour susciter l'appétit des activistes qui peuvent facilement prendre des positions conséquentes sur

le continent et les liquider rapidement pour encaisser leurs gains (ou couper leurs pertes).

En raison de la brutalité de leurs interventions, les fonds activistes sont souvent redoutés des dirigeants des plus grandes entreprises du monde. Généralement, ils se font extrêmement discrets pendant la phase d'entrée au capital de leur cible. Ils augmentent ensuite progressivement leur participation, puis cherchent à faire un maximum de bruit pour se faire entendre par la direction. Pour cela, ils n'hésitent pas à s'adresser directement aux autres actionnaires minoritaires et à les rallier à leur cause. En se regroupant ainsi, les actionnaires pèsent plus lourd dans le capital de l'entreprise et peuvent ensuite user de leur droit de vote lors des assemblées générales pour modifier la stratégie du groupe ou renverser la direction. Certains fonds s'entourent par ailleurs des plus grands avocats pour plaider en leur faveur et s'expriment volontiers dans les médias pour critiquer ouvertement les choix de ceux qui sont à la tête de leurs cibles. On considère alors qu'il s'agit de campagnes activistes hostiles, par opposition à celles qui s'inscrivent dans un dialogue privé entre la direction et les actionnaires.

En France, les opinions sur les conséquences de ces opérations sont partagées. Les plus critiques utilisent généralement des métaphores animalières pour désigner les fonds. Si le terme « fonds vautours » s'est imposé pour désigner les fonds spécialisés dans l'achat de dette d'entreprises ou d'États en difficulté, celui de « loups » est plus souvent utilisé en matière d'activisme actionnarial. Tels des « loups », les fonds activistes repèrent leurs proies de loin, les attaquent brutalement et, souvent, chassent en meute. À l'opposé, les défenseurs de l'activisme voient en eux, sinon de véritables justiciers, à tout le moins les défenseurs des actionnaires minoritaires. Ils imposent à de grands groupes contrôlés par un majoritaire ou des dirigeants bien installés la transparence envers leurs minoritaires, et permettent par leurs recommandations ou leurs exigences d'améliorer la gouvernance et la stratégie des entreprises visées. Contrairement aux vautours, les loups s'attaquent également à des cibles en bonne santé, si bien qu'aucune entreprise cotée ne peut se considérer aujourd'hui à l'abri de l'arrivée d'un fonds activiste dans son capital.

Pernod-Ricard, Dow-Dupont, Sony, Nestlé, Herbalife, Yahoo!, Allergan, Darden, Telecom Italia, le nombre d'entreprises prises pour cible ne cesse d'augmenter. Nous retraçons dans cet ouvrage le déroulement de nombreuses campagnes menées aux États-Unis, en Europe et en Asie afin de brosser le portrait de l'activisme d'aujourd'hui et d'exposer la diversité de ses stratégies et des secteurs dans lesquels il opère. La plupart de ces campagnes ont donné lieu à des négociations féroces entre les dirigeants des entreprises cibles et les fonds qui en sont à l'origine. Certaines ont été de francs succès et ont fait la réputation des fonds concernés, comme l'opération conjointe de Colony Capital et Eurazeo en 2013 ayant permis la scission entre AccorHotels et sa filiale Edenred (célèbre notamment pour son activité de tickets restaurant). Colony Capital est resté au capital d'Edenred jusqu'en 2017, et Eurazeo au capital d'AccorHotels jusqu'en 2018. D'autres campagnes se sont soldées par des échecs qui ont contraint l'activiste à se retirer entièrement du capital de la cible en essayant de douloureuses pertes financières. Ainsi le plus célèbre des activistes, Carl Icahn, pourtant souvent couronné de succès, fut contraint en mai 2020 de céder à perte sa participation dans le loueur de voitures Hertz, en situation de faillite.

Pour rendre compte de l'importance du rôle joué par les fonds activistes dans le capitalisme moderne, nous avons structuré l'ouvrage en trois parties. La première vise à expliquer la montée en puissance de l'activisme actionnarial. Dans le premier chapitre, nous analysons l'émergence de l'activisme et présentons les raisons fondamentales de son apparition et de son développement. Le deuxième chapitre présente le rôle des activistes dans l'économie, et en particulier les conséquences de l'action des fonds activistes sur la performance des entreprises ciblées, à court et à long termes. L'objet du troisième chapitre est de décrire l'histoire et le parcours des représentants du monde de l'activisme. Qui sont ces hommes à la tête des fonds activistes les plus réputés ? (Il y a peu de femmes, à l'exception notable de Catherine Berjal et Anne-Sophie d'Audlau chez CIAM). C'est la question à laquelle nous répondons au moyen de 12 portraits d'activistes emblématiques.

La deuxième partie du livre cherche à dépeindre l'activité des fonds activistes. Le chapitre 4 présente ainsi le rôle joué par ces fonds dans la gouvernance d'entreprise. Nous expliquons notamment comment le développement concomitant des fonds passifs et des fonds activistes a changé les règles du jeu et la répartition des pouvoirs dans l'entreprise. Le chapitre 5 porte sur les stratégies des activistes, ainsi que leurs multiples motivations à acheter ou à vendre les actions de leurs cibles. En illustrant nos propos par des cas pratiques, nous souhaitons expliciter la notion d'activisme actionnarial.

Enfin, la troisième partie du livre présente les liens de l'activisme actionnarial avec les pouvoirs publics et la société. Dans le chapitre 6, nous présentons les principales mesures réglementaires visant à encourager, à limiter ou à encadrer l'activité des fonds activistes, en particulier en Europe et aux États-Unis. Le chapitre 7 propose une analyse de l'activisme incluant une perspective environnementale, sociale, et de gouvernance (ESG), et nous montrons comment les fonds activistes peuvent, dans certains cas, être des acteurs du développement durable. L'ouvrage se conclut sur une réflexion concernant l'avenir de l'activisme actionnarial ainsi qu'une présentation des questions qui restent ouvertes concernant ce nouvel acteur majeur du capitalisme.

Partie 1

La montée en puissance de l'activisme actionnarial

Chapitre 1

L'émergence d'un activisme actionnarial : histoire d'un bouleversement

Définition de l'activisme actionnarial

Il est difficile de proposer une définition universelle des fonds activistes, en raison de la diversité de leurs profils et de leurs méthodes. Les différents portraits d'actionnaires activistes proposés au chapitre 3 illustrent cette diversité. Juridiquement, il n'existe pas de définition communément reconnue, et un fonds d'investissement n'est reconnu comme activiste que par son comportement d'actionnaire.

Nous avons donc choisi dans ce premier chapitre de définir l'activisme actionnarial en tant que comportement d'un acteur financier, plutôt que de définir directement les fonds activistes. Dans la suite de l'ouvrage, les fonds activistes désigneront simplement les fonds d'investissement qui pratiquent l'activisme actionnarial.