



Expertise L'ENQUÊTE



Chez Telecom Italia, c'est l'américain Elliott qui a fait irruption au capital pour demander la tête de représentants de Vivendi, accusés de couler l'entreprise.

FONDS ACTIVISTES L'Europe dans le viseur

BLOOMBERG

Décriés en Europe, les activistes adoptent aujourd'hui des approches moins radicales pour redresser les entreprises sous-performantes.

PAR FLORENT LE QUINTREC

+ EMAIL flequintrec@agefi.fr

PLUS SUR LE SITE WEB www.agefi.fr

Jacques Gounon, le patron de Getlink, a tremblé. Si le fonds britannique TCI est monté à hauteur de 11 % du capital de l'opérateur du tunnel sous la Manche fin janvier, c'est qu'il entend notamment contester à l'assemblée générale du 18 avril le cumul des fonctions de PDG. Getlink a trouvé un allié bienvenu début mars quand le groupe d'infrastructures italien Atlantia est devenu son premier actionnaire. Activiste de renom, TCI

a fait plier plus d'un management ces dernières années, et tout récemment celui de Safran, contraint de réduire le prix de son offre sur Zodiac. Même situation pour les administrateurs de Telecom Italia, qui ont vu l'américain Elliott faire irruption au capital pour demander la tête de représentants de Vivendi, accusés de couler l'entreprise.

C'est un fait, l'activisme actionnarial est en pleine expansion dans le monde, et notamment en Europe. Selon les chiffres de Lazard, 62 milliards de dollars ont été investis en 2017 pour 193 campagnes par des fonds activistes, soit plus du double de l'argent déployé l'année précédente. En Europe, la banque a recensé 79 offensives l'an dernier, en ligne avec 2016, mais pour un montant de 21,6 milliards contre 8,2 milliards un an plus tôt. Signe que ces fonds se déploient à marche forcée, « depuis le début de l'année, nous avons recensé une cinquantaine de campagnes activistes alors que la moyenne annuelle est d'environ 170 », expose Jim Rossman, responsable de l'activité *shareholder advisory* chez Lazard.



Si l'activisme est monnaie courante aux Etats-Unis depuis plusieurs décennies, son développement en Europe ces dernières années est lié à plusieurs facteurs. « Les activistes sont guidés par la création de valeur et les grandes entreprises mondiales sont moins chères en dehors des Etats-Unis, notamment en Europe, donc les fonds s'y intéressent. Dans cette région, il y a de nombreux fonds passifs américains au capital des entreprises, que les activistes connaissent depuis des années, ce qui facilite leurs offensives », explique Jim Rossman. De nombreux fonds tels qu'Elliott, Value Act ou Third Point ont par ailleurs recruté des banquiers d'affaires et des avocats pour les aider à trouver des opportunités en Europe, notamment dans les opérations de M&A (fusions-acquisitions).

APAISEMENT

Décrié en Europe et surtout en France, l'activisme est pourtant jugé utile dans les pays anglo-saxons, comme l'illustre la bonne image de Carl Icahn outre-Atlantique. « L'activisme est mal vu en Europe car les gens ont du mal à comprendre que l'entreprise appartient aux actionnaires alors que les managements se croient omniscients », juge Joseph Oughourlian, le fondateur d'Amber Capital. Selon Muriel Goldberg-Darmon, avocat associé chez Cohen & Gresser, cette pratique se résume au fait que « juridiquement, ce sont des actionnaires minoritaires qui font valoir leurs droits, ce qui n'est pas en soi une nouveauté ». Cette défiance vis-à-vis des activistes est due à leur historique de campagnes agressives et à visée de court terme contre certaines entreprises. En France, la campagne de Muddy Waters à l'encontre de Casino fin 2015 avait choqué par ses méthodes. Le fonds de Carson Block avait pris des positions à découvert (*short*) sur l'action Casino avant de publier une note au vitriol sur la structure et la gestion de l'entreprise au seul profit de son patron Jean-Charles Naouri. Le cours du titre avait lourdement chuté, permettant à Muddy Waters de réaliser une belle plus-value à la sortie. Cette stratégie d'activisme, appelée « *hit & run* », peut aussi porter sur une demande de dividende exceptionnel ou de rachat

d'actions qui, si elle réussit, permet à l'activiste de sortir en peu de temps du capital avec un bénéfice.

Mais ce type de méthode est de moins en moins fréquent, selon les spécialistes du sujet, en dépit d'autres exemples récents comme l'entrée d'Elliott au capital d'Akzo Nobel pour forcer, en vain, sa vente à PPG. « A l'inverse des fonds vautours qui spéculent à court terme, il existe beaucoup d'acteurs ayant une démarche constructive et qui investissent à moyen ou long terme au capital pour créer de la valeur, dont tous les autres actionnaires bénéficient également », souligne Muriel Goldberg-Darmon. Par exemple, le fonds suédois Cevian est resté 10 ans chez Volvo pour mener une vraie stratégie industrielle et revendre la société au chinois Geely.

L'approche plus constructive de l'activisme des années 2010 se traduit par la volonté des fonds de privilégier le dialogue avec les entreprises, à tel point que les 79 campagnes recensées par Lazard en Europe ne sont sans doute que la partie émergée de l'iceberg, la plupart des tractations se déroulant en coulisse. Preuve de cette tendance, le cabinet Factset indique que le nombre de « *proxy fights* », qui consistent à réunir différents actionnaires pour contester une entreprise en assemblée générale, est au plus bas depuis cinq ans dans le monde, alors que le nombre de campagnes activistes a fortement augmenté.

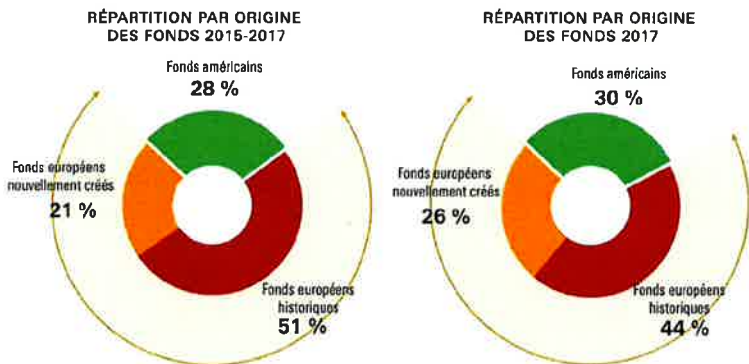
Pour aller plus loin, deux études de Lazard sur les activistes dans la version digitale de L'AGEFI HEBDO

POSTURE

Cet apaisement est notamment revendiqué par une génération montante d'activistes américains formée chez les plus renommés, tels que Scott Ferguson (Sachem Head) qui a fait ses armes auprès de Bill Ackman chez Pershing Square, ou Alex Denner (Sarissa) dont Carl Icahn reste le mentor. Ces nouveaux activistes préfèrent l'ombre à la lumière, et ont visiblement inspiré leurs prédécesseurs qui ont eux-mêmes adouci leurs méthodes. Cela ne les empêche toutefois pas de devenir plus agressifs s'ils esuient une fin de non-recevoir de la part du conseil d'administration ou du management. Par exemple, TCI était depuis trois ans au capital de Safran, avec lequel il dialoguait, avant de s'opposer publiquement au rachat de Zodiac et de réclamer un rachat d'actions. Idem pour le français Ciam qui a dû élever la voix pour se faire entendre dans les dossier EuroDisney, Altice/SFR et, plus anciennement, Club Med. « Nous essayons toujours de dialoguer, mais c'est malheureusement souvent une posture de la part des dirigeants, regrette Catherine Berjal, sa cofondatrice. Nous sommes encore un petit fonds, donc nous sommes souvent obligés d'aller plus loin pour être entendus. »

Contrairement aux instances de direction des entreprises, les activistes peuvent compter de plus en plus sur l'écoute des autres actionnaires. Les fonds indiciels mécontents de la gestion d'une société mais ne pouvant pas vendre leurs actions ni engager de campagnes faute de moyens dédiés apprécient particulièrement leurs

LES AMÉRICAINS À L'OFFENSIVE





→ Gouvernance et opérations de M&A, des sujets de prédilection

« La question de l'action de concert, qui peut impliquer l'obligation de déposer une offre publique, est une grande crainte des activistes », note Loïc Dessaint, président du conseil en vote Proxinvest.

Les sujets de prédilection des activistes sont principalement la gouvernance des sociétés et les opérations de M&A. C'est ainsi que TCI a fait campagne fin 2017 pour le départ du président du London Stock Exchange Donald Brydon, que Ciam s'est opposé à la rémunération des dirigeants de Zodiac, ou encore qu'Amber a animé l'assemblée générale de Lagardère, là aussi sur le sujet de la rémunération. « Quand le conseil d'administration ou

initiatives. L'idée de s'associer avec ces investisseurs traditionnels est en revanche évacuée rapidement par les activistes.

LA PAROLE **EDOUARD DUBOIS**, vice président A... investment stewardship chez BlackRock

« Les activistes sont devenus très sophistiqués »

Quelle perception BlackRock a-t-il des fonds activistes ?

Plus de 90 % de nos positions en actions passent par des fonds indiciels, ce qui implique que nous avons une approche de long terme. Nous ne pouvons pas vendre nos actions, donc le dialogue avec les sociétés est essentiel pour défendre les intérêts de nos clients. En 2017, nous avons voté dans plus de 17.000 assemblées générales et avons mené 1.600 engagements avec les entreprises dans le monde entier. Nous avons l'habitude de traiter avec les activistes qui sont essentiellement américains. Il est difficile de généraliser sur les activistes car ils sont assez hétérogènes, avec des horizons d'investissement différents. Notre vision de ces acteurs n'est donc ni négative ni positive, mais dépend de l'acteur en question et de ses objectifs. Les activistes sont devenus très sophistiqués et présentent des arguments souvent convaincants. Ils n'investissent dans une société



qu'après l'avoir analysée pendant des mois. Ils ont une capacité à trouver des sociétés sous-performantes où il existe souvent de vrais problèmes.

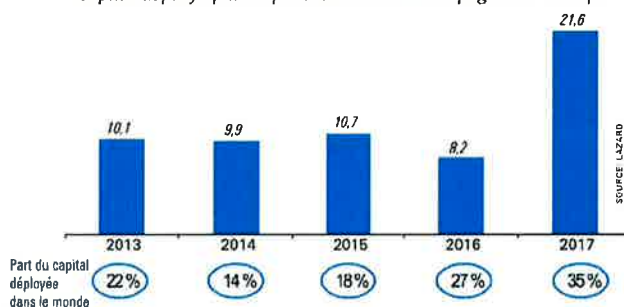
En 2017, nous avons voté en faveur d'une résolution d'activiste dans 19 % des cas.

Le développement de l'activisme en Europe

va-t-il se poursuivre ? En Europe, les entreprises ont été longtemps protégées par le fait d'avoir des actionnaires de contrôle ou de référence ainsi que le soutien de certains gérants. Mais aujourd'hui, il y a une plus grande concentration du capital dans les mains de fonds indiciels. Les activistes observent les marchés européens. Ils ont compris que les méthodes américaines ne marchaient pas ici et ont adopté une approche plus constructive. Nous verrons aussi de plus en plus de gérants traditionnels se manifester et que l'on considérera comme des activistes alors qu'ils veulent juste utiliser leur droit d'actionnaire.

ACCÉLÉRATION

Capital déployé par an pour de nouvelles campagnes en Europe



le management ne sont pas à la hauteur, nous cherchons à corriger le tir, se justifie Joseph Oughourlian. Nous constatons aussi souvent des problèmes de conflit d'intérêts dans lesquels le management agit en faveur de l'actionnaire de contrôle et non de l'entreprise. C'est typique en Europe. » Selon la stratégie des fonds activistes, à court ou long terme, certains vont même jusqu'à demander un ou plusieurs sièges au conseil d'administration. « Nous ne siégeons pas souvent au 'board', mais nous nommons des administrateurs extérieurs au fonds », précise le patron d'Amber. Et pour cause, une position permettant d'obtenir des informations privilégiées empêche mécaniquement d'acheter ou vendre des titres.

TRANSPARENCE

En matière de M&A, l'objectif des activistes est soit de faire abandonner une opération jugée destructrice de valeur, comme TCI avec Safran, soit d'améliorer les termes de l'offre, à l'image de Ciam sur Club Med, soit de pousser une entreprise jugée sous-performante à céder des actifs, à l'instar de Third Point qui pousse depuis plusieurs mois Nestlé à vendre sa participation dans L'Oréal, en vain jusqu'à présent.

La montée en puissance des activistes en Europe devrait donc modifier la perception qu'en ont les dirigeants d'entreprise. « Il n'est pas normal qu'une société ait peur des activistes. Il faut les écouter au lieu de les bloquer », estime Loïc Dessaint. L'appel à un meilleur dialogue entre les directions des entreprises et leurs actionnaires est d'ailleurs au cœur des réflexions en Europe. La directive européenne sur le droit des actionnaires, qui doit être transposée d'ici à 2019, rappelle la nécessité « d'accroître la transparence entre les sociétés et les investisseurs » et souligne que « l'engagement concret et durable des actionnaires est l'une des pierres angulaires du modèle de gouvernance des sociétés cotées ». En France, la loi Pacte en cours d'élaboration vise à renforcer la protection des actionnaires minoritaires, et par conséquent des activistes. A Bercy, on déplore néanmoins que « l'Afep-Medef bloque systématiquement les initiatives visant à améliorer la gouvernance au profit des minoritaires. Un nouveau code de gouvernance est nécessaire ». ■