



Qui sont vraiment les investisseurs activistes ?

Pour un système économique plus
démocratique et efficace

Olivier Babeau

Sommaire

Sommaire	I
Table des illustrations.....	IV
À propos.....	1
Olivier Babeau.....	1
l'Institut Sapiens.....	1
Introduction – La finance, notre « véritable adversaire » ?.....	2
1. Des « disrupteurs » dynamiques, de New York à Paris.....	4
1.1. L'activisme, né d'une catégorie d'acteurs, désigne désormais plus largement un comportement d'investisseur engagé dans le suivi de ses participations	4
1.1.1. S'impliquer dans ce que l'on détient : une activité ancienne – fondements historiques.....	4
1.1.1.1. Depuis la nuit des temps modernes... ..	4
1.1.1.2. ... en passant par les mutations de l'économie contemporaine	5
1.1.1.3. ... jusqu'à son plein développement aujourd'hui.....	6
1.1.2. Contrôler ceux à qui la gestion est déléguée : une activité nécessaire – fondements théoriques ...	7
1.1.2.1. La théorie de l'agence, fondement de la gouvernance de l'entreprise moderne	7
1.1.2.2. Aux actionnaires, le contrôle !	8
1.1.3. Né aux Etats-Unis, le mouvement d'implication des actionnaires dans le suivi des entreprises se développe maintenant en Europe.....	8
1.1.3.1. Une tendance internationale.....	8
1.1.3.2. La France, nouvel investissement semé d'embûches	11
1.2. Les fonds activistes, des experts de l'engagement actionnarial aux profils et identités diversifiés....	13
1.3. Les activistes ont acquis une compétence spécifique dans le déploiement de stratégies leur permettant de stimuler les acteurs du marché.....	18
1.3.1. Les actionnaires ont pour objectif d'accroître l'efficacité des firmes qu'ils accompagnent, au regard de leurs propres préférences	18
1.3.1.1. Le social d'abord !	18
1.3.1.2. Et les performances économiques évidemment !	19

1.3.1.3. <i>Un acte de foi : croire au potentiel des belles endormies</i>	21
1.3.2. <i>Les actionnaires déploient des stratégies efficaces pour améliorer les performances des entreprises dans lesquelles ils investissent</i>	22
1.3.2.1. <i>De l'approche aux négociations</i>	22
1.3.2.2. <i>Des outils performants</i>	23
1.3.2.3. <i>On ne gagne qu'en équipe !</i>	24
2. <i>Rendre le pouvoir aux actionnaires – le renforcement de la démocratie actionnariale</i>	25
2.1. <i>La lutte difficile pour l'affirmation lente et progressive de la démocratie actionnariale, fondement de l'économie contemporaine</i>	25
2.1.1. <i>La démocratie actionnariale s'affirme lentement</i>	25
2.1.1.1. <i>Les freins d'une défiance vis-à-vis du marché ?</i>	25
2.1.1.2. <i>La voix des actionnaires monte progressivement</i>	26
2.1.2. <i>Les tendances législatives récentes ont poussé ce mouvement, en renforçant progressivement les droits des actionnaires – non sans résistances et mouvements de recul</i>	27
2.1.2.1. <i>Le soutien législatif apporté à l'expression des actionnaires</i>	27
2.1.2.2. <i>Une tentation de recul</i>	28
2.1.3. <i>Les activistes participent à un mouvement de démocratisation qui s'inscrit dans une tendance sociale beaucoup plus profonde</i>	29
2.2. <i>En promouvant la transparence et la responsabilité, les actionnaires les plus impliqués participent de ce mouvement et améliorent le fonctionnement des marchés</i>	30
3. <i>Les performances d'abord – Une stimulation continue du marché au bénéfice d'une création de valeur</i>	31
3.1. <i>Les actionnaires les plus actifs réveillent les belles endormies qui devraient les accueillir comme des partenaires plutôt que des adversaires</i>	31
3.1.1. <i>L'implication des investisseurs stimule les entreprises qu'ils accompagnent</i>	31
3.1.2. <i>L'engagement actionnarial influence positivement l'ensemble du marché</i>	32
3.1.3. <i>Il faut être son propre activiste !</i>	32
3.2. <i>L'engagement actionnarial crée de la valeur, à court et long termes</i>	33
3.2.1. <i>A court terme, le doute n'est pas permis : l'engagement actif des actionnaires crée de la valeur</i> ..33	
3.2.2. <i>A long terme, les conclusions sont également favorables</i>	33
3.3. <i>De son côté, l'Etat, ne brille pas par ses performances d'investisseur</i>	36
3.3.1. <i>Le recrutement est guidé par la proximité sociale</i>	37
3.3.1.1. <i>La collusion : la subsistance d'une proximité très forte entre Etat et entreprises</i>	37
3.3.1.2. <i>L'endogamie : un constat partagé de difficile renouvellement des élites</i>	37

3.3.1.3. Les actionnaires doivent jouer un rôle de poil à gratter !.....	37
3.3.2. Les entreprises dans lequel l'État détient des participations sous-performent le marché.....	38
3.3.3. L'État est défaillant dans le suivi de ses participations.....	39
3.3.4. Les exigences de l'État à l'égard de ses participations semblent excessives.....	39
Conclusion : « il ne faut toucher aux lois que d'une main tremblante ».....	40
L'actionnariat dynamique doit être encouragé.....	40
La recherche de rente doit être combattue.....	40
La finance est notre amie.....	41
Annexe n°1 – Q&A.....	42
Idée reçue n°1 – Les activistes privilégient le court terme sur le long terme.....	42
Idée reçue n°2 – L'activisme nuit aux préoccupations sociales et environnementales.....	43
Idée reçue n°3 – L'activisme est la transposition de méthodes anglo-saxonnes brutales qui ne sont pas appropriées à la culture des affaires en France.....	44
Idée reçue n°4 – Les activistes sont des requins de la finance qui agissent seuls et contre tous.....	45
Idée reçue n°5 – Les activistes poussent généralement à démanteler de façon injustifiée des champions économiques.....	45
Annexe n°2 – Sources.....	47
Articles.....	47
Rapports et études.....	48
Ouvrages.....	49
Crédits.....	49

Table des illustrations

<i>Figure 1 – Campagnes et cibles des activistes, par année, dans le monde</i> <i>Source : Lazard.....</i>	7
<i>Figure 2 – Capital déployé dans de nouvelles campagnes par les activistes, en milliards de dollars, par année, dans le monde</i> <i>Source Lazard.....</i>	7
<i>Encadré 1 – Actionnaires contre dirigeants, deux exemples de 2019.....</i>	9
<i>Figure 3 - Tweet de David Thesmar.....</i>	9
<i>Figure 4 – Part de l'activisme par continent en 2018</i> <i>Source : JP Morgan</i>	10
<i>Figure 5 – Campagnes activistes, par année. Répartition monde / Etats-Unis, en nombre de campagnes</i> <i>Source : JP Morgan</i>	10
<i>Figure 6 – Campagnes activistes, par année. Répartition monde / Etats-Unis, en pourcentage</i> <i>Source : JP Morgan</i>	10
<i>Figure 7 – Campagnes activistes en Europe, par année, selon la valorisation des cible</i> <i>Source : Lazard ; JP Morgan</i>	11
<i>Encadré 2 – Les droits de vote double, kesako ?.....</i>	13
<i>Figure 8 – Présentation de Cevian</i> <i>Source : Harvard Law School Forum on Corporate Governance and Financial Regulation</i>	15
<i>Figure 9 – Valorisation de Elliott Management</i> <i>Source : Harvard Law School Forum on Corporate Governance and Financial Regulation</i>	15
<i>Figure 10 – Présentation de Icahn Associates</i> <i>Source : Harvard Law School Forum on Corporate Governance and Financial Regulation</i>	15
<i>Figure 11 – Présentation de Jana partners</i> <i>Source : Harvard Law School Forum on Corporate Governance and Financial Regulation</i>	16
<i>Figure 12 – Présentation de Starboard Value</i> <i>Source : Harvard Law School Forum on Corporate Governance and Financial Regulation</i>	16
<i>Figure 13 – Présentation de Third Point</i> <i>Source : Harvard Law School Forum on Corporate Governance and Financial Regulation</i>	16
<i>Figure 14 – Présentation de Trian Partners</i> <i>Source : Harvard Law School Forum on Corporate Governance and Financial Regulation</i>	17
<i>Figure 15 – Présentation de Value Act</i> <i>Source : Harvard Law School Forum on Corporate Governance and Financial Regulation</i>	17
<i>Figure 16 – Sièges d'administrateurs remportés, par année</i> <i>Source : Lazard</i>	19
<i>Encadré 3 – L'action des « short sellers »</i>	20
<i>Encadré 4 – Des exemples de campagnes récentes en France.....</i>	21

<i>Encadré 5 – Les échanges entre activistes et leurs cibles.....</i>	<i>24</i>
<i>Encadré 6 – Article 5-1 du code AFEP-MEDEF.....</i>	<i>25</i>
<i>Encadré 7 – Les activistes sont bons pour le long terme en Europe.....</i>	<i>34</i>
<i>Encadré 8 – Et si le «long-termisme» était aussi un problème ?.....</i>	<i>35</i>
<i>Encadré 9 – Les activistes réussissent-ils à tous les coups ?.....</i>	<i>36</i>
<i>Encadré 10 – Le poids des «grands corps» de l'administration sur l'économie ne diminue pas.....</i>	<i>38</i>
<i>Figure 17 – L'évolution comparée des valorisations de l'Etat et du CAC 40 entre 2006 et 2016 Source : Cour des comptes.....</i>	<i>38</i>
<i>Figure 18 – Part des campagnes d'activistes qui étaient des «premières fois», par année Source : Lazard.....</i>	<i>41</i>
<i>Encadré 11 – Les activistes réussissent-ils à tous les coups ?.....</i>	<i>43</i>

À propos



Olivier Babeau

Président fondateur de l'Institut Sapiens
Ancien élève de l'ENS de Cachan, diplômé de l'ESCP, agrégé d'économie et docteur en sciences de gestion, Olivier Babeau est professeur à l'université de Bordeaux. Il est notamment l'auteur de l'Horreur politique (Les belles lettres 2017) et de l'éloge de l'hypocrisie (Editions du Cerf 2018). Il intervient très régulièrement dans les médias pour décrypter l'actualité économique et politique. En décembre 2017, il fonde l'Institut Sapiens, la première think tech française.

L'Institut Sapiens

L'Institut Sapiens est la première « think tech » française. Organisme indépendant à but non lucratif, sa vocation est de peser sur le débat économique et social français contemporain par la diffusion de ses idées et d'innover par ses méthodes, son ancrage territorial et la diversité des intervenants qu'il mobilise, afin de mieux penser les enjeux vertigineux du siècle. Présidé par Olivier Babeau, Sapiens a vocation à définir le rôle de l'humain dans une société bouleversée par le numérique. Son axe principal de travail est l'étude et la promotion des nouvelles formes d'écosystèmes favorables au développement économique et au bien-être social. Sapiens fédère un large réseau d'experts issus de tous horizons, universitaires, avocats, chefs d'entreprise, entrepreneurs, hauts fonctionnaires, autour d'adhérents intéressés par le débat touchant aux grands enjeux actuels. Plus d'informations sur <http://institutsapiens.fr>



Introduction – La finance, notre « véritable adversaire » ?

1. Dans la suite de ce document, par facilité, les expressions « économie de marché » et « capitalisme » désignent la même notion

2. OpinionWay pour la Fondation croissance responsable, Les Français et l'économie de marché, 2010

3. OpinionWay pour Les Echos et Radio Classique. Ceta, Mercosur : les Français très réticents face au libre-échange, Les Echos, 30 juillet 2019

4. Fondation pour l'innovation politique, Démocraties sous tension – une enquête planétaire, 2019

5. Il s'agit de l'addition des voix remportées par Marine Le Pen (7,68 millions), Jean-Luc Mélenchon (7,06 millions), Benoît Hamon (2,29 millions), Nicolas Dupont-Aignan (1,70 millions), Philippe Poutou (0,39 millions) et Nathalie Arthaud (0,23 millions), soit 19,35 millions au total (53,7% des suffrages). Les résultats de Jean Lassalle (0,44 millions), François Asselineau (0,33 millions) et Jacques Cheminade (0,07 millions) pourraient y être ajoutés, pour atteindre 56% des suffrages exprimés

6. Discours de Nicolas Sarkozy à Genève, le 15 juin 2009

Les Français sont réputés d'avoir une certaine aversion pour l'économie de marché¹, comme l'illustre désormais un bon nombre d'enquêtes d'opinion.

D'abord, les concepts clés de la sphère marchande ne suscitent pas leur enthousiasme. En 2010, 60% d'entre eux jugeaient négativement le terme « profit » et un peu plus de 70% avaient une mauvaise impression du « capitalisme » (tout en percevant positivement « l'argent » comme « la concurrence » et en étant 91% à considérer que l'objectif d'une entreprise est de faire des bénéfices... comprenez qui pourra !)².

Ensuite, ils ne sont pas spontanément favorables à la mondialisation. A l'été 2019, la presse faisait état de leur défiance vis-à-vis du libre-échange³ : 44% d'entre eux se prononçaient en faveur d'une dose accrue de protectionnisme.

Enfin, s'ils sont aujourd'hui plutôt favorables à un retrait de l'Etat (ils sont 53% à considérer qu'« il faut limiter le rôle de l'Etat dans l'économie et renforcer la liberté des entreprises »), ils se situent dans un même niveau d'adhésion que leurs homologues des sociales-démocraties du nord de l'Europe, c'est-à-dire globalement dans la partie interventionniste de l'Europe, en-deçà des pays d'Europe du Sud (63% des Grecs et 58% des

voix au premier tour de l'élection présidentielle de 2017, soit plus de 50% des suffrages⁵. Mais il n'y a pas que chez eux, à ce jour plutôt éloignés d'une accession au pouvoir, que se retrouvent des éléments de langage négatifs (malheureusement !).

En 2009, devant l'Organisation internationale du travail Nicolas Sarkozy avait dénoncé « un capitalisme financier devenu fou à force de n'être soumis à aucune règle⁶ ». En 2019, la France a donné pour ambition à sa présidence du G7 de « refonder le capitalisme » (rien de moins !), selon les mots de son ministre de l'économie⁷.

Pourtant, les faits ne décrivent pas la même histoire. Certes, l'économie de marché n'est pas parfaite, mais elle a aussi de beaux résultats à son actif.

Sans qu'il soit besoin de s'étendre trop longuement, il faut rappeler ces chiffres de la Banque mondiale : « en 1990, 36% de la population mondiale vivait dans la pauvreté, définie par le seuil de pauvreté international comme un revenu inférieur à 1,90 dollar par jour en parité de pouvoir d'achat (PPA) de 2011. En 2015, cette part avait chuté à 10%, contre 11,2% en 2013. Le nombre de personnes vivant dans l'extrême pauvreté s'élevait à 736 millions en 2015, contre près de 2 milliards en 1990⁸. Selon l'institution, « cette réduction s'explique par la forte croissance mondiale et l'enrichissement de nombreux pays en développement, notamment dans les régions les plus peuplées de l'Asie de l'Est et du Pacifique, et de l'Asie du Sud »⁹.

Les mythes sont malheureusement parfois bien plus tenaces que les faits. Le capitalisme contemporain, qui se déploie depuis le début de l'ère moderne¹⁰ (voire le Moyen-âge¹¹) jusqu'à nous en est la victime.

La finance encore plus. Elle n'est pas aimée. Faut-il rappeler qu'un précédent président de la République avait fait campagne en désignant son « véritable adversaire », « le monde de la finance », qui n'a « pas de nom, pas de visage, pas de parti », dénonçant que ce monstre n'est « pas élu et pourtant il gouverne »¹² ?

Les mythes sont malheureusement parfois bien plus tenaces que les faits

7. L'Opinion, Le Maire veut « refonder le capitalisme » pour réduire les inégalités, 22 janvier 2019

8. Banque Mondiale, Rapport 2018 sur la pauvreté et la prospérité partagée – compléter le puzzle de la pauvreté – aperçu, 2018

9. Banque Mondiale, Rapport 2018 sur la pauvreté et la prospérité partagée – compléter le puzzle de la pauvreté – aperçu, 2018

Italiens sont en faveur d'un retrait de l'Etat), de ceux de l'Est (70% des Polonais, 78% des Hongrois, 66% des Lettons) et, évidemment, des pays anglo-saxons (61% des Britanniques, 68% des Américains, 57% des Canadiens, etc.)⁴.

Cette défiance vis-à-vis de l'économie de marché est alimentée en partie (mais pas seulement) par le discours politique. A bien y regarder, les partis que l'on peut sans trop de débats qualifier d'hostiles au marché ont remporté approximativement 19,4 millions de

10. Henri Sée, Les origines du capitalisme moderne, Armand Colin, 1926

11. Jacques Heers, La naissance du capitalisme au Moyen Âge, Tempus Perrin, 2014

12. Discours du candidat François Hollande au Bourget le 22 janvier 2012

13. La vision de l'économie à la française reste teintée de chauvinisme : si l'on se satisfait généralement des acquisitions et marchés

Les « hedge funds » sont régulièrement la cible du débat public. En 2019, l'attention s'est ainsi portée en France sur les « activistes », quelques fleurons de l'industrie française étant au cœur de quelques actions stratégiques de ces fonds (Lagardère, Latécoère, Pernod Ricard, Renault, Scor).

Ces « événements » de marché ont immédiatement suscité des réactions politiques qui, comme une forme de réflexe obsidional, les ont dénoncées¹³, mêlant de façon un peu

Cette épargne que les Français pourraient ainsi placer est précieuse pour eux : elle participera au financement futur de leur retraite par exemple. Le risque de dilution est toutefois très important notamment dans les structures les plus grandes. Le travail des fonds activistes doit donc également se voir comme une forme d'analyse neutre des firmes, tout en poussant les actions les plus importantes pour la protection de la valeur et de l'évolution de cette épargne individuelle.

En prolongeant sur le thème de la retraite et de son financement, l'épargne en capitalisation, qu'il reste à développer en France, bénéficiera également des actions de l'activisme pour préserver et développer la valeur des entreprises dans lesquelles ces capitaux à long terme sont investis.

L'objet de cette étude est de mieux comprendre qui sont les fonds activistes, ce qu'ils font et la valeur qu'ils créent (ou détruisent) afin d'éclairer utilement le débat public et le régulateur, avant que des décisions définitives ne soient adoptées, qui pourraient pénaliser la France alors même qu'elle a acquis l'image d'un pays en voie de rénovation et qu'elle pourrait profiter du Brexit, dans lequel le Royaume-Uni s'engluie, pour attirer à elle des acteurs financiers soucieux de stabilité et désireux de trouver un environnement plus favorable.

La présente étude est construite de la façon suivante :

- Dans une première partie, elle explique ce qu'est l'activisme, qui en sont ses acteurs, quelles en sont les modes d'intervention **(1)** ;
- Dans une deuxième partie, elle montre que le déploiement de l'activisme, récent en Europe, loin d'être un épisode anodin, s'inscrit dans un mouvement large de démocratisation du capitalisme contemporain **(2)** ;
- Dans une dernière partie, mobilisant les derniers travaux académiques, elle dresse le bilan des effets de l'activisme sur les entreprises, pour conclure à son apport positif **(3)**.

En conclusion, elle plaide dès lors en faveur d'une retenue du législateur et du régulateur qui, en voulant répondre à des inquiétudes diverses, risquent de porter atteinte à un comportement de marché nécessaire.

Les « hedge funds » sont régulièrement la cible du débat public

conquis par nos entreprises à l'étranger, on fait également preuve d'une formidable susceptibilité – et suspicion, dès lors qu'un acteur étranger s'approche d'elles

14. Reuters, 5 avril 2019, La France prépare sa riposte aux fonds activistes, dit Le Maire

15. Site de l'Assemblée nationale

16. Influential think tank juridique

17. Lobby financier influent

18. Association française des entreprises privées, lobby économique influent

19. BCG, Winning moves in the age of shareholder activism, 2015

20. Les Echos, La place de Paris se mobilise face à l'offensive des fonds activistes, 6 juin 2019

confuse un comportement assez classique d'investisseur minoritaire (il existe des « activistes » français) et des craintes de prises de contrôle des « fleurons » nationaux par des opérateurs étrangers (alors même que l'intervention d'un investisseur, fût-il étranger, n'implique certainement pas de façon systématique un changement de contrôle !). Illustrant la double conviction que les « activistes » constituent nécessairement un problème d'une part et que l'Etat serait le mieux placé pour y répondre d'autre part, le ministre de l'Economie Bruno Le Maire n'a pas hésité à déclarer que « les fonds activistes qui détruisent de la valeur doivent être combattus », ajoutant qu'il « réfléchit [t] à de nouveaux instruments nationaux qui devront nous permettre de résister mieux à ces fonds activistes », par exemple en mobilisant des fonds publics pour investir dans des entreprises « jugées stratégiques »¹⁴, comme si la puissance publique était un investisseur éclairé...

Le Parlement l'a rapidement suivi, créant en mars 2019 une mission parlementaire sur « l'activisme actionnarial »¹⁵. Il n'est pas le seul à réfléchir au sujet : le Club des juristes¹⁶, Europlace¹⁷ et l'Afep¹⁸ auraient chacun mis sur pied des groupes de travail. Certains regardent l'activisme avec bienveillance¹⁹. D'autres, au contraire, y voient l'incarnation de l'ennemi financier²⁰. Est-ce justifié ?

La classe politique et de nombreux acteurs économiques poussent dans toutes les directions pour l'entrée massive des salariés dans le capital de leurs entreprises, des plus petites aux plus grandes. Si l'intention est louable et positive pour l'implication et la motivation du salarié à participer aux développements de son capital à travers ses actions au sein même de l'entreprise, l'inexpérience économique de la plupart des personnes concernées peut être un risque sur le long terme.

1. Des « disrupteurs » dynamiques, de New York à Paris

21. PWC, Shareholder activism. Who, what, when and how ?, 2015

22. Laurence Loubieres, Activisme actionnarial : le grain de sable peut-il enrayer la machine ?, Projet, 2014

23. Des millions d'actionnaires de Volkswagen ont ainsi, par exemple, engagé une procédure à l'encontre du groupe, s'estimant victime des pratiques des dirigeants passés dans l'affaire dite du « dieselgate ». Voir Le Monde, Dieselgate : des milliers d'actionnaires allemands réclament 9 milliards d'euros à Volkswagen, 10 septembre 2018

24. World Economic Forum, What is shareholder activism and how should business respond ?, 18 août 2017

Les fonds activistes suscitent le débat académique, comme la polémique politique. Il n'est pourtant pas évident que leur nature soit bien connue et définie. De qui parle-t-on exactement ? Qu'y a-t-il de commun entre Colette Neuville, dynamique octogénaire française et défenseure acharnée des droits des actionnaires minoritaires, et les fonds de Wall Street dont le seul nom suffit à évoquer les fantasmes ou faire trembler les PDG ? Plus qu'il n'y paraît !

La notion d'activisme est extraordinairement imprécise et lorsque certains s'essaient à la circonscrire, elle reste formidablement vague. En 2015, le cabinet PWC proposait de retenir le périmètre suivant : « l'activisme représente toute une palette d'actions par un ou plusieurs actionnaires d'une société cotée dont l'objet est de conduire à un changement dans l'entreprise »²¹. C'est une définition qui est large et qui peut recouvrir un très grand nombre de pratiques.

D'une façon générale, l'activisme désigne un comportement d'actionnaire minoritaire (c'est un point important) qui vise, par son suivi attentif et en faisant levier sur sa part de capital, à promouvoir une meilleure allocation des moyens des entreprises et obtenir leur meilleure performance, au regard d'objectifs que se donnent ses actionnaires eux-mêmes. Ces objectifs ne sont pas nécessairement financiers : une part de la recherche académique est ainsi consacrée à l'analyse de l'activisme « social »²² qui porte des revendications d'ordres différents (attentes des salariés, préoccupations environnementales, etc.).

L'activiste est, au fond, fort classiquement un « investisseur engagé », qui suit ses participations de près et travaille sans cesse à leur meilleure valorisation – comme le ferait chaque acteur économique détenant des participations. En cela, il recouvre un comportement somme toute assez « banal » : l'exercice de ses droits par un actionnaire qui, parce qu'il détient une partie des droits et du capital de la société, en est un propriétaire et qui peut voir son patrimoine directement affecté par les décisions des dirigeants²³.

L'activisme est un comportement qui, depuis les Etats-Unis, tend à se généraliser, notamment en Europe (1.1) autour de quelques acteurs diversifiés (1.2) qui ont en commun d'avoir recours à des méthodes d'interventions sur les marchés assez semblables (1.3).

1.1. L'activisme, né d'une catégorie d'acteurs, désigne désormais plus largement un comportement d'investisseur engagé dans le suivi de ses participations

1.1.1. S'impliquer dans ce que l'on détient : une activité ancienne – fondements historiques

1.1.1.1. Depuis la nuit des temps modernes...

Le sujet n'est pas nouveau²⁴ : les actionnaires, même minoritaires, se sont de longue date investis dans le suivi des entreprises dans lesquelles ils détiennent des participations – ce qui est d'ailleurs plutôt sain : qui ne se soucie pas de son argent et de ses placements, en un mot de son futur ?

L'exemple le plus ancien ? Historiquement, la Compagnie néerlandaise des Indes orientales, confrontée en 1662 à la publication

25. Owen Walker, *Barbarians in the boardroom – activist investors and the battle for control of the world's most powerful companies*, FT Publishing, 2016

26. Benjamin Graham, *L'investisseur intelligent*, Valor, 2018. La première édition, en anglais, date de 1949

27. Walter Frick, *The case for activist investors*, Harvard Business Review, 2016 ; Jeff Gramm, *Dear chairman – boardroom battles and the rise of shareholder activism*, Harper Business, 2016

28. Les citations originellement en langue anglaise ont été directement traduites par l'auteur de ces lignes

29. «The determination of whether capital not needed in the business is to remain there or to be withdrawn, should be made in the first instance by the owners of the capital rather than by those administering [it]»

30. PWC, *Shareholder activism. Who, what, when and how ?*, 2015

31. PWC, *Shareholder activism. Who, what, when and how ?*, 2015

32. Owen Walker, *Barbarians in the boardroom – activist investors and the battle for control of the world's most powerful companies*, FT Publishing, 2016

33. Tristan Auvray, *L'évolution de l'actionnariat en France : 1977 – 2017*, Revue d'économie financière, 2018. L'auteur note également : «pour ce qui concerne les participations de l'Etat, celles-ci sont passées d'environ 10% de la capitalisation boursière au cours des années 1980 à une moyenne de 6% sur 1989-2005, témoignant du retrait de l'Etat dans le capital des grandes firmes cotées. La remontée à 10% sur la seconde moitié des années 2000 tient surtout à la privatisation et la mise sur le marché de GDF dont l'Etat continue à être un actionnaire. En fin de période, les participations publiques sont retombées à 6% de la capitalisation boursière»

d'un pamphlet rédigé par ses actionnaires minoritaires qui considéraient que leurs intérêts n'étaient pas suffisamment entendus²⁵ !

Plus proche de nous, Benjamin Graham (par ailleurs financier de génie, mentor de Warren Buffet et auteur du best-seller mondial «L'investisseur intelligent»²⁶) est considéré avoir été le premier à adopter une stratégie qualifiée d'activiste quand, en 1926, bien qu'actionnaire minoritaire, il a écrit à la compagnie pétrolière Northern Pipeline réclamant qu'elle vende ses obligations et titres pour en redistribuer les gains aux actionnaires²⁷. Les dirigeants de l'entreprise accueillirent sa suggestion avec froideur et mépris : «l'exploitation d'un pipeline est une activité complexe et de spécialiste, à propos de laquelle vous savez peu, alors que nous y avons consacré toute notre vie»²⁸ - bien mal leur en prit ! Sans se décourager, Graham écrivit à la Rockefeller Foundation, premier actionnaire de l'entreprise, exposant ses vues : «la question de savoir si le capital qui n'est pas nécessaire à l'entreprise doit y être conservé ou en être retiré devrait être déterminée en premier lieu par les propriétaires dudit capital, plutôt que par ceux qui l'administrent»²⁹. Voilà un courrier efficace qui touche du doigt un sujet central : l'alignement des intérêts des actionnaires de la société avec les objectifs de ses dirigeants. Ce qui explique la prise d'initiative des actionnaires, c'est leur volonté d'assurer la meilleure performance de leurs participations.

Reçu par la célèbre entreprise, Graham fut néanmoins éconduit. Il en fallait plus pour l'arrêter : il prit le temps de rencontrer chaque détenteur de plus de 100 titres de la Northern pipeline : à l'assemblée générale de 1928 il avait rassemblé suffisamment de soutiens pour obtenir deux sièges au conseil d'administration !

Les exemples de ces batailles, parfois épiques, pour faire valoir les droits des actionnaires minoritaires sont, depuis, nombreux.

L'activisme contemporain est réellement dynamique depuis les années 1980, quand les premières stratégies étaient constituées par des «raids» portés par des figures légendaires

du secteur comme Carl Icahn ou Neslon Peltz (avec leur propre argent !) : leur objectif était généralement d'obtenir un démantèlement des groupes jugés trop lourds, afin d'en valoriser certaines entités³⁰.

Dans les années 1990, des fonds spécialisés se sont structurés, mobilisant les ressources d'investisseurs et utilisant les sièges d'administrateurs minoritaires pour faire avancer leurs revendications et obtenir de meilleures performances des entreprises dans lesquelles ils investissaient³¹.

Aujourd'hui, l'activité est plus structurée et portée par des acteurs qui s'y consacrent et ont développé une grande expérience.

1.1.1.2. ... en passant par les mutations de l'économie contemporaine ...

L'investissement des actionnaires dans la gestion des entreprises s'est accélérée à la toute fin du 20^e siècle, en raison d'événements ou de circonstances plus contemporaines, qui tiennent aux transformations de l'actionnariat et à des réformes législatives qui ont œuvré à mieux garantir les droits des actionnaires minoritaires.

— L'actionnariat est plus professionnel et plus mobile

Les évolutions de l'actionnariat, qui a vu la diminution de la part des acteurs individuels et à l'inverse la montée de celle des opérateurs

L'investissement des actionnaires dans la gestion des entreprises s'est accélérée à la toute fin du 20^e siècle



institutionnels³², ont contribué à accélérer le déploiement des stratégies des actionnaires les plus volontaristes, dont des investisseurs professionnels, plus attentifs aux performances de leurs participations et plus faciles à mobiliser lors de campagnes.

A titre d'exemple, en France, le secteur des ménages a vu sa part de détention des sociétés cotées passer de 20% dans le milieu des années 1970 à 12% au milieu des années 2010 (l'actionnariat familial est lui, stable)³³. Dans le même temps, l'actionnariat étranger a considérablement crû : en 1977, 10% de la capitalisation boursière française était détenue

34. Tristan Auvray, L'évolution de l'actionariat en France : 1977 - 2017, Revue d'économie financière, 2018. L'auteur note également : « pour ce qui concerne les participations de l'Etat, celles-ci sont passées d'environ 10% de la capitalisation boursière au cours des années 1980 à une moyenne de 6% sur 1989-2005, témoignant du retrait de l'Etat dans le capital des grandes firmes cotées. La remontée à 10% sur la seconde moitié des années 2000 tient surtout à la privatisation et la mise sur le marché de GDF dont l'Etat continue à être un actionnaire. En fin de période, les participations publiques sont retombées à 6% de la capitalisation boursière »

35. Lucian Bebchuk, Scott Hirst, The specter of the giant three, ECGI, 2019

36. Lucian Bebchuk, Alma Cohen, Scott Hirst, The

nue par des non-résidents, contre « près de 40% à partir de 2000 jusqu'à aujourd'hui »³⁴.

L'économie contemporaine est ainsi marquée par l'importance croissante des acteurs institutionnels, véritables institutions financières qui détiennent, au nom de leurs propres investisseurs, des parts au capital de nombreuses sociétés. Aux Etats-Unis, leur montée en puissance est telle que la concentration de capital entre leurs mains pourrait conduire à ce que « le vote dans la plupart des entreprises cotées d'importance sera dominé par ceux qu'on désigne parfois sous l'appellation des « 3 géants » : BlackRock, Vanguard et State Street Global Advisor³⁵. A eux seuls, ces fonds, réputés plutôt passifs dans le suivi de leurs participations, représentent environ 25% des votes réellement exercés au sein du S&P 500 américain (ils ont d'ailleurs quadruplé leurs participations dans ces entreprises en vingt ans)... et probablement 40% d'ici vingt ans.

— Les crises récentes ont contribué à ouvrir un environnement plus favorable

La sagesse répète qu'« à quelque chose, malheur est bon ». De façon paradoxale, il en va ainsi des crises économiques et de gouvernance, qui ont pu contribuer à légitimer l'intervention des actionnaires les plus engagés, en valorisant les droits des minoritaires pour mieux superviser les conseils des entreprises.

Les scandales financiers comme Enron ou Worldcom ont révélé que le management des grandes entreprises manquait de transparence et était insuffisamment challengé³⁹. Ils ont dès lors conduit à l'adoption de réglementations, comme la célèbre loi américaine « Sarbanes-Oxley », qui ont eu pour but d'accroître le contrôle exercé sur les dirigeants d'entreprise⁴⁰.

D'une certaine façon, il en est allé de même avec la crise de 2007-2008. Si elle a nourri des réflexes interventionnistes, alimenté une volonté d'accroissement de la régulation des activités bancaires et financières, et contribué à multiplier l'encadrement des marchés, elle a également facilité, en partie, la meilleure implication des actionnaires dans le suivi de l'entreprise : il est apparu plus clairement qu'il était nécessaire, pour réaliser des investissements performants, d'être plus « challenging » et exigeant à l'égard des dirigeants⁴¹.

Comprendre d'abord que les actionnaires minoritaires isolés risquent de perdre de l'influence dans les sociétés cotées outre-Atlantique



agency problems of institutional investors, Journal of economic perspective, 2017 : « Nous analysons comment les gestionnaires de fonds communs de placement - qu'il s'agisse de fonds indiciels ou de fonds gérés activement - sont incités à sous-dépenser en matière de gérance et à se ranger trop du côté des gestionnaires de sociétés. Nous montrons que ces incitations sont particulièrement aiguës pour les gestionnaires de fonds indiciels et que la croissance de ces fonds a des conséquences négatives sur la gouvernance des entreprises au niveau systémique »

37. World Economic Forum, What is shareholder activism and how should business respond ?, 18 août 2017

38. Frank Partnoy, Steven Davidoff Salomon, What CEOs get wrong about activist investors, Harvard Business Review, 2018

39. Owen Walker, Barbarians in the boardroom - activist investors and the battle for control of the world's most powerful companies, FT Publishing, 2016

Ces statistiques sont particulièrement importantes : elles permettent de comprendre d'abord que les actionnaires minoritaires isolés risquent de perdre de l'influence dans les sociétés cotées outre-Atlantique, d'autant que la recherche académique montre que ces institutionnels sont généralement incités à s'aligner sur les dirigeants plutôt qu'à les stimuler³⁶... Elles montrent ensuite que l'intervention des actionnaires les plus engagés peut contribuer à « challenger » cet actionariat trop « sage ».

A ces évolutions de la structure de l'actionariat s'en ajoute une autre relative à sa stabilité. Aujourd'hui, les actions circulent beaucoup plus et plus vite qu'auparavant : en 1976, les actionnaires conservaient les titres en moyenne 3,9 ans... contre 7,4 mois en 2015³⁷ (de façon intéressante, il semble que les activistes conservent, eux, leurs actions plus d'un an en moyenne)³⁸. Cette circulation plus intense a ouvert des opportunités pour les investisseurs : ils peuvent plus facilement se saisir d'une part du capital d'une société et engager éventuellement des campagnes pour influencer son management.

1.1.1.3. ... jusqu'à son plein développement aujourd'hui

L'intervention des actionnaires dans le suivi des entreprises afin de mieux les valoriser, comme le font les activistes, est enfin porté par des considérations liées au contexte macroéconomique immédiat : dans un monde de liquidités abondantes et de taux bas, les investisseurs recherchent des placements toujours plus rentables et efficaces.

En 2019, l'activisme est désormais une activité bien installée et connue des marchés, d'ailleurs en croissance :

- La banque Lazard estime que le nombre de campagnes sur des cibles dont la valorisation dépasse 500 millions d'euros est passé de 139 en 2013 à 226 en 2018, pour atteindre 65 milliards de dollars cette dernière année⁴² ;
- La banque JP Morgan, qui recense toutes les campagnes, en comptait 394 en 2012 (dont 116 aux Etats-Unis) et 651 en 2018 (dont 333 aux Etats-Unis)⁴³.

40. Bertrand Jacquillat, Les 100 mots de la finance, Que sais-je ? – PUF, 2018 ; Owen Walker, Barbarians in the boardroom – activist investors and the battle for control of the world's most powerful companies, FT Publishing, 2016

41. Owen Walker, Barbarians in the boardroom – activist investors and the battle for control of the world's most powerful companies, FT Publishing, 2016

42. Lazard, Review of shareholder activism – H1 2019, 2019. Les statistiques portent sur des entreprises dont la capitalisation boursière est supérieure à 500 millions de dollars

43. JP Morgan, The 2018 proxy season, 2018

44. Lazard, Review of shareholder activism – H1 2019, 2019. Les statistiques portent sur des entreprises dont la capitalisation boursière est supérieure à 500 millions de dollars

45. Lazard, Review of shareholder activism – H1 2019, 2019. Les statistiques portent sur des entreprises dont la capitalisation boursière est supérieure à 500 millions de dollars

46. Patrick Sayer, Maxime de Bentzmann, Les 100 mots du capital-investissement, Que sais-je ? – PUF, 2013 ; Peter Wirtz, Les meilleures pratiques de gouvernance d'entreprise, Repères – La découverte, 2008

47. Patrick Sayer, Maxime de Bentzmann, Les 100 mots du capital-investissement, Que sais-je ? – PUF, 2013 : De manière générale, le dirigeant va chercher optimiser sa rémunération et se soustraire à la pression de l'actionnaire

48. Michael Jensen, William Meckling, Theory of the firm : managerial behavior, agency costs, and capital structure, Journal of financial economics, 1976

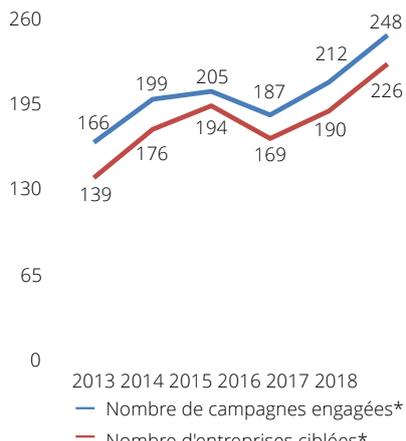


Figure 1 – Campagnes et cibles des activistes, par année, dans le monde
Source : Lazard⁴⁴

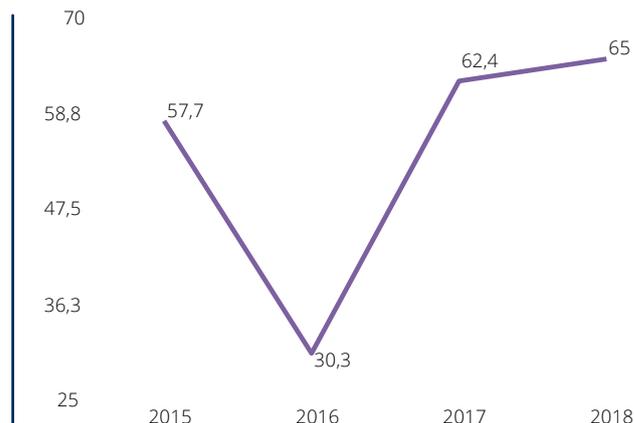


Figure 2 – Capital déployé dans de nouvelles campagnes par les activistes, en milliards de dollars, par année, dans le monde
Source Lazard⁴⁵

1.1.2. Contrôler ceux à qui la gestion est déléguée : une activité nécessaire – fondements théoriques

1.1.2.1. La théorie de l'agence, fondement de la gouvernance de l'entreprise moderne

La légitimité de l'intervention des actionnaires les plus investis dans les entreprises découle d'une question centrale de l'économie contemporaine : la distinction (courante mais pas systématique) entre les actionnaires d'une société d'une part et ses dirigeants d'autre part. Les premiers sont les propriétaires de l'entreprise, les seconds ceux qui la font tourner. Les premiers sont les détenteurs ultimes du pouvoir de décision (c'est leur propre argent qui est en jeu), les seconds en sont les décideurs du quotidien. Mais les seconds ne détiennent leur pouvoir que par délégation des premiers : l'entreprise n'appartient pas à ses dirigeants. Les actionnaires exercent ainsi un pouvoir de contrôle sur les dirigeants, qui s'exprime notamment par les votes en assemblée générale annuelle.

Cette relation se complique dès lors qu'il apparaît qu'actionnaires et dirigeants peuvent avoir des intérêts divergents ! C'est un sujet traité par une abondante production académique : la théorie de l'agence (ou théorie des mandats)⁴⁶, au fondement de la gouvernance d'entreprise moderne.

L'intuition a été introduite par les économistes Adolf Berle et Gardiner Means dans un livre devenu une référence mondiale, « The modern corporation and private property », paru en 1932. Dans cet ouvrage, ils analysent les entreprises américaines de leur époque, relevant que l'actionnariat y devient de plus en plus divers et éclaté. De ce constat, ils tirent une conclusion révolutionnaire : dans une telle structuration, le pouvoir n'appartient plus aux actionnaires, généralement passifs, mais aux dirigeants salariés de la société.

L'entreprise n'appartient pas à ses dirigeants.



Une autre conclusion de leurs travaux est que, dès lors, des conflits d'intérêts peuvent émerger, qui opposent les actionnaires aux dirigeants. Ils écrivent : « la séparation de la propriété et du pouvoir de décision aboutit à une situation où les intérêts du propriétaire et du dirigeant sont souvent divergents et où beaucoup de garde-fous permettant de limiter les abus du pouvoir disparaissent ». Ils en donnent un exemple : un dirigeant peut être conduit à s'octroyer des avantages personnels généreux, sans que cela ne détériore son patrimoine financier personnel, alors que cette attitude a un impact négatif sur celui des actionnaires (au fond, c'est ce qui est reproché à Carlos Ghosn aujourd'hui)⁴⁷.

La théorie a ensuite été formalisée par Michael Jensen et William Meckling en 1976⁴⁸ : ils ont analysé et décrit les relations qui lient le dirigeant d'entreprise (ou « agent ») à l'actionnaire (ou « principal ») pour le compte duquel il effectue sa mission. Ils ont souligné que ce partenariat est caractérisé par une très forte « asymétrie d'information », c'est-à-dire que

49. On peut d'ailleurs s'il n'y a pas une part d'hypocrisie dans tous les discours de dirigeants qui promeuvent une vision extensive de la responsabilité sociale de l'entreprise : est-ce qu'au fond ils n'adoptent pas cette ligne parce qu'ils savent que cela fera croître leur chiffre d'affaires et donc accroîtra sa valorisation – voire leur rémunération ? Est-ce qu'ils ne le font d'ailleurs pas en plein accord avec leurs actionnaires ?

50. BCG, *Winning moves in the age of shareholder activism*, 2015

l'une des parties (le dirigeant) détient des informations privilégiées, qui contraignent considérablement l'autre (l'actionnaire) dans la supervision de son mandataire.

La gouvernance d'entreprise a dès lors inventé divers mécanismes qui permettent aux actionnaires de contrôler l'action des dirigeants, afin d'assurer que leurs intérêts sont alignés au mieux.

De nombreuses activités financières sont nées de ce besoin de coordination, afin de permettre aux investisseurs d'être toujours mieux informés, de façon complète et robuste. L'activisme en fait partie : en surveillant les dirigeants, en les « challengeant », il permet d'assurer que l'entreprise est gérée au mieux dans l'intérêt de tous les actionnaires – y compris les plus petits qui trouvent ainsi un porte-voix pour relayer leurs demandes. Il réaligne les intérêts de tous.

qu'il faut développer en parallèle ces quatre principes pour réussir de façon durable.

Cette nouvelle mode n'est pas heureuse car elle tend à faire oublier un principe économique fondamental : à l'investissement est liée la responsabilité. Celui qui investit recueille les fruits de son placement financier... lesquels n'arrivent qu'une fois que toutes les autres parties prenantes ont été servies ! Car les dividendes n'interviennent qu'après que l'entreprise a acquitté ses factures, payé ses salariés, rempli ses devoirs fiscaux, réalisé ses investissements.

L'engagement des actionnaires sonne comme un rappel de ces règles fondatrices : le dirigeant ne peut déployer sa stratégie sans l'approbation de son actionnariat (et celui-ci doit également intégrer des considérations sociales et environnementales dans les éléments qu'il valorise)⁴⁹ ! C'est à lui qu'il revient de surveiller que les dirigeants poursuivent effectivement ceux pour quoi ils sont missionnés, c'est-à-dire satisfaire les clients afin de générer du chiffre d'affaires puis des profits, qui ne peuvent intervenir dans une entreprise mal gérée ou qui maltraiterait ses salariés ! L'actionnaire est celui qui rappelle aux dirigeants d'entreprises qu'ils ont des responsabilités à assumer – et comme son message n'est pas toujours entendu, il est sain que quelques opérateurs s'en saisissent pour le porter efficacement.

Il semble parfois qu'aujourd'hui on attende de l'entreprise qu'elle promeuve prioritairement le bien-être de ses salariés

1.1.2.2. Aux actionnaires, le contrôle !

L'engagement des actionnaires dans le suivi des entreprises où ils investissent est un fondement de l'économie moderne : il se traduit par l'exercice de ses (leurs) droits par un (ou plusieurs) propriétaire(s) (même minoritaire(s)) de la société est un levier « de base » de l'économie de marché. Il n'est pas inutile de le rappeler, alors qu'il arrive que les dirigeants s'en plaignent parfois médiatiquement et que l'ère du temps porte un discours de plus en plus critique – voire franchement hostile – à l'idée que la mission du management d'une entreprise est de servir l'intérêt de ses actionnaires.

Alors qu'en 1970 le prix Nobel d'économie Milton Friedman écrivait que « la responsabilité sociale de l'entreprise est d'accroître ses profits », il semble parfois qu'aujourd'hui on attende de l'entreprise qu'elle promeuve prioritairement le bien-être de ses salariés, la joie des communautés qui l'entourent et le bonheur de ses partenaires, bien avant la satisfaction des intérêts de ses propriétaires ! Alors que tous les leaders d'entreprises savent

1.1.3. Né aux Etats-Unis, le mouvement d'implication des actionnaires dans le suivi des entreprises se développe maintenant en Europe

1.1.3.1. Une tendance internationale

Si, en 2015, on pouvait encore considérer que « l'activisme reste largement un jeu américain »⁵⁰, en 2019, ce n'est plus le cas : il s'est internationalisé. En 2012, selon la banque JP Morgan, 71% des campagnes avaient lieu au Etats-Unis ; en 2018, ce n'était plus vrai que de 51% d'entre elles.

Certes, le cœur d'activité reste anglo-saxon, mais l'Europe est devenue une géographie importante et prioritaire (notamment parce que le marché américain commence à être saturé). Si les sources statistiques

51. Les Echos, Les grands patrons débloquent 1 milliard d'euros contre les inégalités, 22 août 2019

52. <https://twitter.com/dthesmar/status/116486105535445401>

53. Lors de l'assemblée générale d'avril 2019, le renouvellement du mandat d'Emmanuel Faber a été adopté à 80%, ce qui est cependant plus faible que les autres textes adoptés ce jour là, qui ont tous recueilli un soutien autour de 95% - 99% (sauf 1 concernant la banque JP Morgan), et aux renouvellements des mandats de Clara Gaymard (97,97%) et Frank Riboud (95,71%)

54. Business Roundable, Statement on the purpose of a corporation, 20 août 2019

55. Wall Street Journal, The «stakeholder» CEO, 19 août 2019

56. Bloomberg, Maybe CEOs are fed up with shareholders, 19 août 2019

57. Washington Post, Don't trust CEOs who say they don't care about shareholder value anymore, 20 août 2019

Actionnaires contre dirigeants, deux exemples de 2019

L'été 2019 a été l'occasion de deux épisodes intéressants qui peuvent illustrer l'autonomie que s'octroient les dirigeants d'entreprise vis-à-vis de leurs actionnaires dans la mobilisation des ressources collectives.

EXEMPLE 1 - BUSINESS 7

En août 2019, la presse a rapporté que 33 multinationales réunies dans un groupe surnommé «Business 7» (en référence au «G7»), avaient décidé de soutenir le projet «business for inclusive growth», engagé par Danone et l'OCDE, en investissant 1 milliard d'euros dans un incubateur hébergé par l'organisation internationale à Paris.

Le journal Le Figaro a titré « Les grands patrons débloquent 1 milliard d'euros contre les inégalités »⁵¹, ce qui a conduit le professeur de finance David Thesmar (MIT) à s'interroger sur Twitter « débloquent l'argent de qui ? le leur ? »⁵².



Figure 3 - Tweet de David Thesmar

A travers cette question un rien provocatrice, l'économiste renvoie directement à la problématique « agent »/« principal ». Implicitement, il interroge : cette communication du « B7 » n'est-elle pas un exemple d'autopromotion de quelques dirigeants, grâce aux ressources de l'entreprise ? Dans quelle mesure les actionnaires ont-ils été consultés ?

En réalité, le message du dirigeant de Danone en faveur d'une pleine implication de son entreprise dans les problématiques sociétales et environnementales est si affir-

mé désormais que l'on peut raisonnablement supposer que ses actionnaires l'ont déjà probablement approuvé⁵³ - voire qu'ils y trouvent une forme de valorisation (extra-financière ou purement financière) !

EXEMPLE 2 - BUSINESS ROUNDABLE

En août 2019, 200 dirigeants de grands groupes américains ont adopté un texte qui a introduit l'idée qu'ils doivent s'engager en faveur de « toutes les parties prenantes » de leurs entreprises (« toutes » étant souligné)⁵⁴. La déclaration était accompagnée d'un préambule indiquant : « chaque version de ce document publié depuis 1997 indique que les sociétés existent principalement pour servir leurs actionnaires. Il apparaît clairement que ce langage sur l'objet social ne décrit pas avec précision la manière dont nous et nos collègues PDG nous efforçons chaque jour de créer de la valeur pour toutes nos parties prenantes dont les intérêts à long terme sont indissociables ».

Le texte a suscité de vives réactions, suscitant la critique du Wall Street Journal⁵⁵ et de divers commentateurs (dans Bloomberg, Matt Levine a fait mine de s'interroger : « peut-être les PDG en ont-ils marre des actionnaires »⁵⁶).

L'économiste Luiz Zingales a été l'un des plus virulents : dans une tribune publiée par le Washington Post⁵⁷, intitulée « ne faites pas confiance aux PDG qui disent qu'ils ne se soucient plus de la valeur actionnariale », il a dénoncé une captation du pouvoir par les PDG, considérant que le texte est le reflet des « caprices des dirigeants et des membres des conseils d'administration qu'ils ont soigneusement sélectionnés ». Selon lui, la déclaration « défend des objectifs sociaux légitimes, sans définir un mécanisme de responsabilité. Parce que ce sont les actionnaires qui paient le coût des objectifs sociaux poursuivis par les entreprises, ce que leurs dirigeants préconisent n'est rien d'autre que l'impôt sans la représentation ».

Encadré 1 - Actionnaires contre dirigeants, deux exemples de 2019

58. JP Morgan, The 2018 proxy season, 2018

59. JP Morgan, The 2018 proxy season, 2018

60. JP Morgan, The 2018 proxy season, 2018

61. JP Morgan, The 2018 proxy season, 2018

62. JP Morgan, The 2018 proxy season, 2018

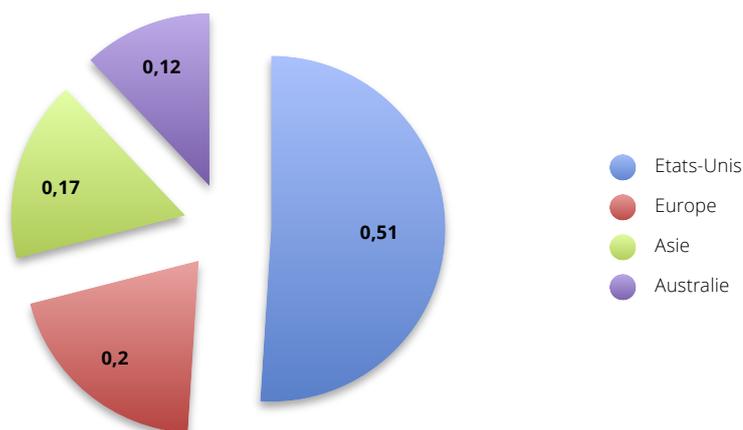


Figure 4 – Part de l'activisme par continent en 2018
Source : JP Morgan⁵⁸

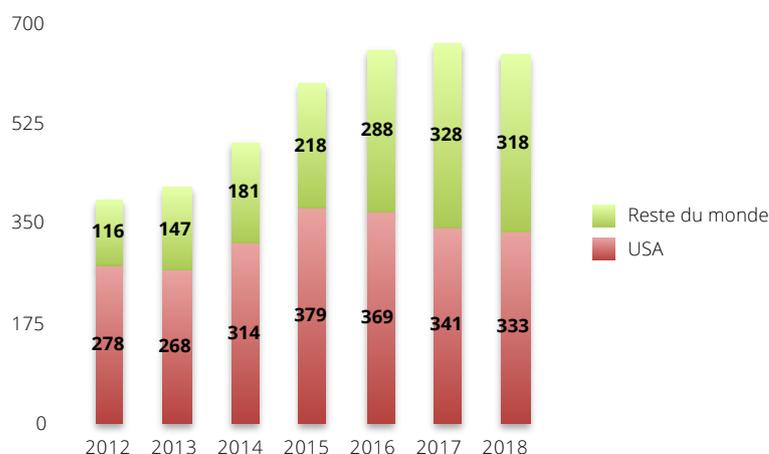


Figure 5 – Campagnes activistes, par année. Répartition monde / Etats-Unis, en nombre de campagnes
Source : JP Morgan⁵⁹

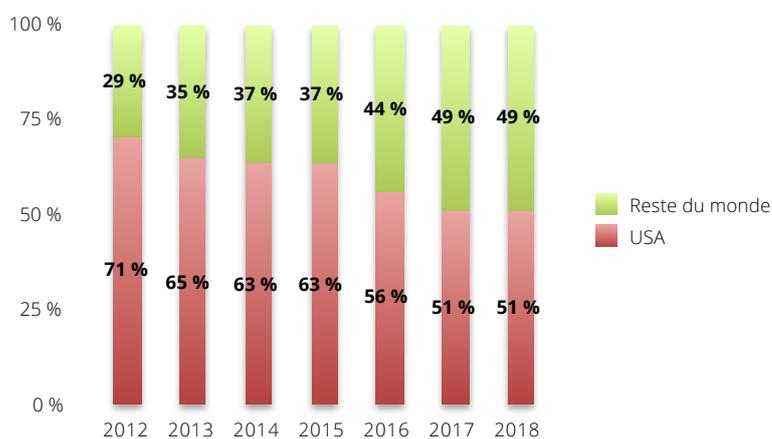


Figure 6 – Campagnes activistes, par année. Répartition monde / Etats-Unis, en pourcentage
Source : JP Morgan⁶⁰

diffèrent dans les chiffres exacts, toutes confirment que l'engagement actif des actionnaires se développe de manière très claire sur le Vieux continent, qui représenterait désormais 20% de l'activisme mondial (et 40% de l'activisme non américain)⁶¹.

En outre, l'activité s'intensifie en Europe. La banque d'affaires JP Morgan y relève une tendance claire vers des cibles toujours plus importantes⁶² :

- En 2018, les entreprises avec une capitalisation de plus de 10 milliards de dollars ont représenté 23% de l'activisme européen, marquant une stabilité par rapport à 2017 ;
- La même année, toutefois, les entreprises dont la capitalisation était située entre 5 et 10 milliards de dollars ont été beaucoup plus présentes dans le portefeuille des activistes : elles représen-

63. Lazard, Review of shareholder activism – H1 2019, 2019. Les statistiques portent sur des entreprises dont la capitalisation boursière est supérieure à 500 millions de dollars

64. JP Morgan, The 2018 proxy season, 2018

65. Lazard, Review of shareholder activism – H1 2019, 2019. Les statistiques portent sur des entreprises dont la capitalisation boursière est supérieure à 500 millions de dollars

66. Michel Albouy, Clément Decante, Aurélien Mauro, Pauline Studer, L'impact des actionnaires activistes sur les performances à court, moyen et long terme des entreprises européennes, Finance, contrôle, stratégie, 2017 ; Carine Girard, Stephen Gates, Global drivers of and local resistance to French shareholder activism, Journal of applied corporate finance, 2014

67. Owen Walker, Barbarians in the boardroom – activist investors and the battle for control of the world's most powerful companies, FT Publishing, 2016

68. Michel Albouy, Clément Decante, Aurélien Mauro, Pauline Studer, L'impact des actionnaires activistes sur les performances à court, moyen et long terme des entreprises européennes, Finance, contrôle, stratégie, 2017 ; Carine Girard, Stephen Gates, Global drivers of and local resistance to French shareholder activism, Journal of applied corporate finance, 2014

69. Michel Albouy, Clément Decante, Aurélien Mauro, Pauline Studer, L'impact des actionnaires activistes sur les performances à court, moyen et long terme des entreprises européennes, Finance, contrôle, stratégie, 2017 ; Carine Girard, Stephen Gates, Global drivers of and local resistance to French shareholder activism, Journal of applied corporate finance, 2014

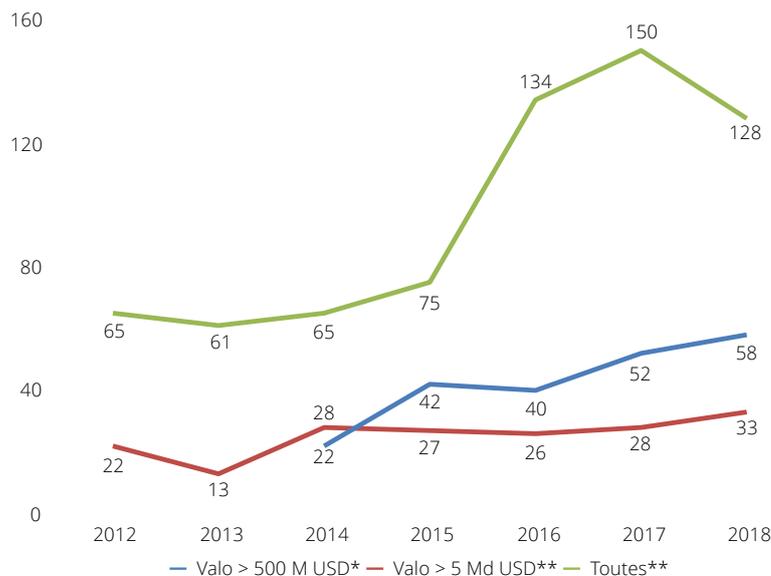


Figure 7 – Campagnes activistes en Europe, par année, selon la valorisation des cible
Source : * Lazard⁶³ ; **JP Morgan⁶⁴

taient 5% de leur activité en 2017, mais 13% en 2018.

La banque Lazard recense également une croissance très nette des opérations en Europe, passant de 22 en 2014 à 58 en 2018, pour des valorisations respectives de 10,4 milliards de dollars et 16,4 milliards de dollars⁶⁵.

Les barrières qui pourraient ralentir les actionnaires dans leur implication s'estompent ainsi progressivement. Elles étaient de deux ordres :

- Juridiques, la culture de droit continental étant réputée moins favorable aux droits des actionnaires⁶⁶. C'est le cas par exemple en Allemagne, où la loi impose que les conseils d'administration soient composés à 50% de représentants des salariés et à 50% de représentants des actionnaires⁶⁷ ;
- Historique, car la structure de l'actionnariat y est traditionnellement plus familiale.

Aujourd'hui, si les pratiques européennes et américaines peuvent diverger encore, ces différences ne doivent pas conduire à imaginer qu'il serait impossible de répliquer les raisonnements⁶⁸ : des deux côtés de l'Atlantique, les investisseurs restent soucieux de la rentabilité de leurs placements !

1.1.3.2. La France, nouvel investissement semé d'embûches

En France, l'engagement des actionnaires est une tendance plus récente ; ce qui ne veut pas dire que la pratique est nouvelle. Au contraire, l'Hexagone accueille sur son territoire des talents de la finance, comme Vincent Bolloré, et des militants de la cause des actionnaires, comme Colette Neuville, qui ont su, chacun dans leurs légitimités et leurs

Les barrières qui pourraient ralentir les actionnaires dans leur implication s'estompent ainsi progressivement



stratégies, mobiliser les droits des minoritaires pour faire valoir leurs positions. Quelques campagnes sont également restées dans les mémoires :

- En 2000, deux actionnaires anglo-saxons ont engagé une campagne pour obtenir des sièges d'administrateurs au sein du groupe André, rassemblant les procurations nécessaires pour procéder au remplacement des dirigeants. Michel Albouy et Alain Schatt ont montré dans un papier « l'impact positif de l'actionnaire activiste sur la performance économique et financière de l'entreprise concernée : deux ans après la bataille de procuration, l'entreprise avait retrouvé la profitabilité de ses pairs⁶⁹ » ;

70. Nouha Ben Arfa, Daniel Labaronne, *Activisme actionnarial des hedge funds – une étude exploration au sein des entreprises françaises*, Revue française de gestion, 2016 ; Carine Girard, Stephen Gates, *Global drivers of and local resistance to French shareholder activism*, Journal of applied corporate finance, 2014

71. Nouha Ben Arfa, Daniel Labaronne, *Activisme actionnarial des hedge funds – une étude exploration au sein des entreprises françaises*, Revue française de gestion, 2016 ; Carine Girard, Stephen Gates, *Global drivers of and local resistance to French shareholder activism*, Journal of applied corporate finance, 2014

72. Nouha Ben Arfa, Daniel Labaronne, *Activisme actionnarial des hedge funds – une étude exploration au sein des entreprises françaises*, Revue française de gestion, 2016 ; Carine Girard, Stephen Gates, *Global drivers of and local resistance to French shareholder activism*, Journal of applied corporate finance, 2014

73. Investir, *Les activistes à l'offensive*, 9 septembre 2017

74. Michel Albouy, Alain Schatt, *Activisme et proxy fight – quand les actionnaires déclarent la guerre au management*, Revue française de gestion, 2009

75. L'Opinion, *La France va étendre le décret Montebourg à d'autres secteurs stratégiques*, 17 février 2018

76. Michel Albouy, Alain Schatt, *Activisme et proxy fight – quand les actionnaires déclarent la guerre au management*, Revue française de gestion, 2009

77. Les Echos, *La France devient un pays attractif pour les activistes*, 15 mars 2017

- En 2006, le fonds Knight Vinke a sévèrement critiqué le projet de fusion entre GDF et Suez, considérant que le projet était notamment contraire aux intérêts des actionnaires de Suez (dont il faisait lui-même partie, détenant 1% du capital de la société) : il estimait que l'opération publique d'échange sous-valorisait leurs actions, à 30,07 euros au lieu de 40, et défendait l'idée d'une introduction en bourse de Suez Environnement. Devant l'ampleur prise par le débat, le président de la République Jacques Chirac a pris publiquement position en faveur de la fusion en janvier 2007, qualifiant le projet de stratégique pour la France et la Belgique. Devant cette intervention politique, Knight Vinke s'est retiré. Lorsque la fusion s'est réalisée, en juillet 2008, ses recommandations ont été suivies : Suez environnement a été introduite en bourse et la parité d'échange a été réévaluée⁷⁰ ;
- En 2006, à la suite de l'échec de négociations confidentielles avec le management le fonds Centaurus, bientôt rejoint par le fonds Pardus, a lancé une campagne portant sur Atos critiquant les choix stratégiques pris et appelant à un

Des facteurs de résistance en ont freiné le déploiement. Viviane de Beaufort, spécialiste et enseignante à l'ESSEC, désigne ainsi « des facteurs culturels spécifiques, avec un actionnariat de contrôle fort, familial ou étatique »⁷³.

Divers éléments ont ainsi contribué à ralentir les activistes en France, notamment :

- La pratique des droits de vote double et, de manière générale, le fait que 85% des sociétés françaises dérogent au principe selon lequel « 1 action = 1 voix » (contre 30% au Royaume-Uni)⁷⁴ ;
- Le poids des participations de l'Etat et son intervention régulière dans l'économie, d'ailleurs souvent liée à la volonté de défendre les « champions nationaux » en mobilisant l'opinion publique et, le cas échéant, en modifiant le droit⁷⁵ ;
- Il importe de rappeler à ce titre que l'intervention d'activistes dans une entreprise n'est doublement pas synonyme de prise de contrôle par un acteur étranger : d'abord, certains acteurs sont de la même nationalité que leurs cibles ; ensuite, leur prise de participation étant par essence minoritaire, elle ne correspond pas, par définition, à une prise de contrôle.

De manière générale, la France offre ainsi un cadre globalement favorable et protecteur des dirigeants d'entreprise



démantèlement de la société. Leurs résolutions, qui visaient notamment à obtenir des sièges au conseil d'administration, ont finalement été rejetées par l'assemblée générale⁷¹ ;

- En 2010, Guy Wyser-Pratte a lancé une offensive à l'encontre d'Arnaud Lagardère, à la tête du groupe éponyme dont l'investisseur détenait 0,53% du capital, critiquant publiquement ses compétences et ses choix stratégiques. Les résolutions qu'il avait déposées ont néanmoins été rejetées en assemblée générale⁷².

Le simple fait que ces campagnes puissent être facilement recensées est néanmoins un indice de ce que l'activisme est resté relativement limité dans l'Hexagone. C'est également une preuve de la transparence de ses interventions.

- La présence des familles capitalistes françaises : au début des années 2000, environ 2/3 des sociétés cotées avaient, parmi leurs actionnaires, une famille détenant au moins 20% du capital⁷⁶ ;
- D'autres observateurs relèvent que la culture française des affaires favoriserait les négociations feutrées et confidentielles, en « off », là où les activistes préféreraient les batailles médiatiques (ce qui n'est d'ailleurs pas parfaitement exact).

De manière générale, la France offre ainsi un cadre globalement favorable et protecteur des dirigeants d'entreprise, dès lors moins ouvert à la défense des droits des actionnaires, surtout minoritaires.

Pour autant, la France constitue également, de plus en plus, un terrain favorable pour le développement de l'activisme⁷⁷, no-

78. Loi 2014-384 du 29 mars 2014 visant à reconquérir l'économie réelle

79. Article 7 « Dans les sociétés dont les actions sont admises aux négociations sur un marché réglementé, les droits de vote double prévus au présent alinéa sont de droit (...) pour toutes les actions entièrement libérées pour lesquelles il est justifié d'une inscription depuis deux ans au nom du même actionnaire »

80. Catherine Berjal et Anne-Sophie d'Andlau, *Considérons les fonds activistes comme des lanceurs d'alerte*, L'Agefi Hebdo, 31 octobre 2018

81. Les Echos, *La France, le pays qui résiste aux activistes*, 13 décembre 2018

82. Owen Walker, *Barbarians in the boardroom – activist investors and the battle for control of the world's most powerful companies*, FT Publishing, 2016

83. Owen Walker, *Barbarians in the boardroom – activist investors and the battle for control of the world's most powerful companies*, FT Publishing, 2016

84. Lazard, *Review of shareholder activism – H1 2019, 2019*. Les statistiques portent sur des entreprises dont la capitalisation boursière est supérieure à 500 millions de dollars

85. www.elliottmgmt.com/about-elliott

Les droits de vote double, kesako ?

A une action est attachée un droit de vote lors de l'assemblée générale de la société. Le principe qui prévaut est, de façon très démocratique, « une action = une voix ».

Les entreprises peuvent y déroger dans leurs statuts, en garantissant des droits exceptionnels à certains actionnaires – la dérogation est de nature contractuelle.

La France est allée plus loin en adoptant en 2014 une loi (dite « loi Florange »)⁷⁸ qui instaure un droit de vote double attaché aux actions des sociétés françaises détenues depuis deux années au moins⁷⁹.

Encadré 2 – Les droits de vote double, kesako ?

tamment en raison de l'existence de conglomerats historiques, dont la structure mérite d'être interrogée, et de faiblesses en matière de gouvernance des entreprises.

Pour Catherine Berjal et Anne-Sophie d'Andlau, fondatrices de CIAM, un fonds français dynamique, « la France n'est pas, loin de là, championne du monde de la gouvernance : les règles y sont bafouées, notamment celles concernant les administrateurs indépendants, les rémunérations des dirigeants, les droits de vote, etc. »⁸⁰. Ce point de vue, sévère, semble partagé par d'autres : interrogé par Les Echos en 2017, un gérant de l'américain Elliott « estimait que beaucoup de règles de gouvernance ne sont pas respectées par les entreprises tricolores »⁸¹.

Diverses évolutions législatives et réglementaires récentes ont également permis l'engagement croissant et efficace des actionnaires dans le suivi de leurs participations (voir

incarnent des actionnaires engagés dans le monitoring attentif de leurs actifs. Là où des actionnaires minoritaires isolés pourraient peiner à suivre, eux déploient des ressources uniques, à plein temps.

Les activistes sont de nature différente : leur modèle et leur expérience ont évolué dans le temps (au départ, il s'agissait plutôt d'individus, audacieux entrepreneurs de la finance), varient selon leurs spécialités ou leurs nationalités (CIAM est français) notamment.

S'ils ont en commun d'être des acteurs économiques généralement influents, leur diversité fait qu'il reste complexe de les décrire.

Une première façon de les faire serait de les approcher à travers les personnalités, souvent fortes – et phares, de leurs fondateurs : Carl Icahn, à la tête du fonds qui porte son nom et « parrain » des activistes⁸² ; Paul Singer,

la France n'est pas, loin de là, championne du monde de la gouvernance



plus loin).

1.2. Les fonds activistes, des experts de l'engagement actionnarial aux profils et identités diversifiés

Les activistes sont, d'une certaine façon, la quintessence de l'engagement actionnarial : grâce à leur technicité et leurs moyens, ils

qui dirige Elliott, le plus grand fonds activiste au monde ; Nelson Peltz, co-fondateur de Triaran Partners ; Dan Loeb, connu pour ses lettres assassines, avec Third Point ; Ralph Whitworth, décédé en 2016, qui dirigeait Relational Investors ; Jeffrey Smith, qui a fondé Starboard et a été qualifié dans la presse d'« homme le plus craint du monde des affaires américain » ; etc.⁸³.

Une autre façon de les présenter est de les hiérarchiser par le montant de la valorisation de leurs participations. Les trois plus importants fonds sont ainsi, en 2019⁸⁴ :

- Elliott, structure américaine fondée par Paul Singer en 1977 et implantée à New York et Londres. Elle est, de loin, le premier activiste mondial avec des positions valorisées à plus de plus de 38

86. Owen Walker, Barbarians in the boardroom – activist investors and the battle for control of the world's most powerful companies, FT Publishing, 2016

87. L'Usine nouvelle Le fonds activiste Third Point serait entré au capital d'EssilorLuxottica, 25 août 2019,

88. Harvard Law School forum on corporate governance and financial regulation, 8 avril 2019, Profile of selected shareholder activists

milliards de dollars⁸⁵ (même s'il est connu du grand public pour son contentieux sur la dette argentine). Elliott a réalisé des opérations de grande ampleur, certaines impliquant récemment des entreprises françaises (dans des opérations concernant Pernod Ricard et Telecom Italia) ;

- ValueAct, fondé par Jeffrey Ubben en 2000, est installé à San Francisco. Son opération la plus célèbre concerne Microsoft. Tout a commencé par l'annonce, lors d'une conférence à New York, de l'acquisition d'une infime part du capital de Microsoft (1% valorisé tout de même 2 milliards de dollars), portée par sa conviction que « dans trois à cinq ans, ce qui est notre horizon temporel, on ne

lettre de Dan Loeb, le fondateur du fonds, au conseil d'administration de Yahoo, dans laquelle il se félicitait du départ de la PDG Carol Bartz, qui venait tout juste d'être limogée, mais s'étonnait du manque de jugement des administrateurs qui l'avaient nommée puis maintenue en poste pendant plus de deux ans et demandait en conséquence la démission de plusieurs responsables de l'entreprise (annonçant avoir même des personnes pour les remplacer). En mai 2012, à l'issue d'une bataille de plusieurs mois, Dan Loeb a produit une nouvelle missive indiquant que le nouveau PDG, Scott Thompson, à qui il avait déjà adressé une série de reproches, avait menti sur son CV, réclamant sa démission ainsi que celles d'autres dirigeants. La séquence de communication lui rallia efficacement divers commentateurs économiques ainsi que (et surtout) le soutien du fonds Capital Research, détenteur de plus de 10% du capital, conduisant notamment au départ du PDG contesté.

En août 2019, Third Point serait entré au capital d'EssilorLuxottica⁸⁷.

- Cevian, le 4e fonds par la valorisation de ses participations en 2019 mérite d'être également cité car il est européen (basé à Stockholm, Zurich et Londres). Son cofondateur, Christer Gardell a eu plusieurs fois l'occasion d'exposer sa vision des affaires : « quand il y a de l'incompétence, elle doit être remise en cause et remplacée par de la compétence »⁸⁸ !

Une troisième façon de décrire ces activistes serait de s'intéresser à leurs participations les plus importantes. Pour faciliter la lecture, les tableaux ci-dessous présentent une liste d'investisseurs et leurs cinq principales participations (ainsi, le cas échéant, que leurs participations dans des entreprises françaises).

Quand il y a de l'incompétence, elle doit être remise en cause et remplacée par de la compétence

parlera plus des PC mais on parlera de Microsoft comme la plus grande entreprise de « cloud computing » dans le monde ». En moins d'une semaine, le cours de l'action avait gagné 10%. Ce n'était qu'une première étape : peu après, ValueAct a réclamé un siège au conseil d'administration. Le contexte était favorable : une part non négligeable des actionnaires n'était pas satisfaite de sa relation avec l'entreprise (à titre d'exemple, quand Steve Ballmer, le PDG, a rencontré ValueAct, c'était la première fois en trois ans qu'il voyait un investisseur...). Précipitée par des résultats décevants, la demande a conduit au départ de Steve Ballmer⁸⁶ ;

- Third Point, basé à New York (et six autres villes à travers le monde), a été créé en 1995. L'une de ses actions phares a concerné Yahoo : le 8 septembre 2011, le fonds a acquis 65 millions d'actions de l'entreprise (soit 5,1% de son capital). L'opération était accompagnée d'une

89. Harvard Law School forum on corporate governance and financial regulation, 10 octobre 2018, Profiles of selected shareholder activists

90. Harvard Law School forum on corporate governance and financial regulation, 10 octobre 2018, Profiles of selected shareholder activists

91. Harvard Law School forum on corporate governance and financial regulation, 10 octobre 2018, Profiles of selected shareholder activists

Cevian				
Implantations :			Stockholm, Zurich, Londres	
Actifs sous gestion (MD USD)			17,2	
Principales participations (2019)				
		Entreprise	Valorisation (M USD)	
	1	Ericsson	2 855	
	2	ABB	2 171	
	3	Thyssenkrupp	1 178	
	4	RSA Insurance	917	
	5	Nordea	804	
	FR	Rexel	696	

Figure 8 – Présentation de Cevian

Source : Harvard Law School Forum on Corporate Governance and Financial Regulation⁸⁹

Elliott Management				
Implantations :			New York	
Actifs sous gestion (MD USD)			38	
Principales participations (2019)				
		Entreprise	Valorisation (M USD)	
	1	BHP Billiton	2 211	
	2	Altaba	1 590	
	3	Samsung	1 427	
	4	Sempra Energy	1 391	
	5	eBay	1 313	
	FR	Pernod Ricard	1 160	

Figure 9 – Valorisation de Elliott Management

Source : Harvard Law School Forum on Corporate Governance and Financial Regulation⁹⁰

Icahn Associates				
Implantations :			New York	
Actifs sous gestion (MD USD)			29,2	
Principales participations (2019)				
		Entreprise	Valorisation (M USD)	
	1	CVR Energy	2 741	
	2	Herbalife	2 029	
	3	Cheniere Energy	1 550	
	4	Tenneco	955	
	5	Caesars Entertainment	878	
	FR			

Figure 10 – Présentation de Icahn Associates

Source : Harvard Law School Forum on Corporate Governance and Financial Regulation⁹¹

92. Harvard Law School forum on corporate governance and financial regulation, 10 octobre 2018, Profiles of selected shareholder activists

93. Harvard Law School forum on corporate governance and financial regulation, 10 octobre 2018, Profiles of selected shareholder activists

94. Harvard Law School forum on corporate governance and financial regulation, 10 octobre 2018, Profiles of selected shareholder activists

Jana partners				
Implantations :			New York	
Actifs sous gestion (MD USD)			1,5	
Principales participations (2019)				
		Entreprise	Valorisation (M USD)	
	1	Conagra Brands	377	
	2	Zimmer Biomet	279	
	3	HD Supply	223	
	4	Tiffany & Co.	177	
	5	Anthem	85	
	FR			

Figure 11 – Présentation de Jana partners

Source : Harvard Law School Forum on Corporate Governance and Financial Regulation⁹²

Starboard Value				
Implantations :			New York	
Actifs sous gestion (MD USD)			5,9	
Principales participations (2019)				
		Entreprise	Valorisation (M USD)	
	1	Symatec	791	
	2	Marvell Technology	490	
	3	Advance Auto Parts	482	
	4	Perrigo	467	
	5	Dollar Tree	414	
	FR			

Figure 12 – Présentation de Starboard Value

Source : Harvard Law School Forum on Corporate Governance and Financial Regulation⁹³

Third Point				
Implantations :			New York	
Actifs sous gestion (MD USD)			18	
Principales participations (2019)				
		Entreprise	Valorisation (M USD)	
	1	Nestlé	3 679	
	2	Baxter	2 076	
	3	Campbell Soup	756	
	4	DowDuPont	528	
	5	Danaher	389	
	FR			

Figure 13 – Présentation de Third Point

Source : Harvard Law School Forum on Corporate Governance and Financial Regulation⁹⁴

95. Harvard Law School forum on corporate governance and financial regulation, 10 octobre 2018, Profiles of selected shareholder activists

96. Harvard Law School forum on corporate governance and financial regulation, 10 octobre 2018, Profiles of selected shareholder activists

97. Maurice Nussembaum, L'impact de l'action des fonds activistes sur la valeur actionnariale, La semaine juridique – entreprise et affaires, 2018

Triam Partners				
Implantations :			New York	
Actifs sous gestion (MD USD)			12,5	
Principales participations (2019)				
		Entreprise	Valorisation (M USD)	
	1	P&G	3 619	
	2	Sysco	1 861	
	3	Mondelez	875	
	4	PPG	769	
	5	BNY Mellon	723	
	FR			

Figure 14 – Présentation de Triam Partners

Source : Harvard Law School Forum on Corporate Governance and Financial Regulation⁹⁵

ValueAct Capital				
Implantations :			San Francisco	
Actifs sous gestion (MD USD)			14	
Principales participations (2019)				
		Entreprise	Valorisation (M USD)	
	1	Rolls-Royce	2 324	
	2	Citigroup	1 956	
	3	Seagate Technology	1 364	
	4	KKR	1 135	
	5	Morgan Stanley	1 085	
	FR			

Figure 15 – Présentation de Value Act

Source : Harvard Law School Forum on Corporate Governance and Financial Regulation⁹⁶

Enfin, une dernière distinction peut être établie entre ces fonds selon les objectifs qu'ils poursuivent⁹⁷ : infléchir la gouvernance ou la stratégie ; contester la valorisation d'une entreprise ; remettre en cause le management, etc.

98. « Utiliser des tactiques d'activistes pour forcer les entreprises à agir sur les questions de développement durable est un moyen efficace de faire avancer le programme de développement durable » (trad. auteur) ; Luc Hoffmann Institute, Exploring the impacts of shareholder activism on sustainability, 2018

99. Harvard Law School forum on corporate governance and financial regulation, Activism : the state of play, 10 octobre 2018

100. Les Echos, Les fusions-acquisitions aiguissent l'appétit des activistes, 10 juillet 2019

101. JP Morgan, The 2018 proxy season, 2018

102. FT, Why activists are cheerleaders for corporate social responsibility, 26 décembre 2017

1.3. Les activistes ont acquis une compétence spécifique dans le déploiement de stratégies leur permettant de stimuler les acteurs du marché

1.3.1. Les actionnaires ont pour objectif d'accroître l'efficacité des firmes qu'ils accompagnent, au regard de leurs propres préférences

1.3.1.1. Le social d'abord !

Les actionnaires les plus engagés dans le suivi des entreprises peuvent poursuivre des préoccupations sociales et environnementales : il faut commencer par ce volet !

Les préoccupations sociales et environnementales (pour simplifier et schématiser, tout ce qui regroupe les questions relatives à la « responsabilité sociale et environnementale », la fameuse « RSE » des entreprises, ou « corporate social responsibility », « CSR », en anglais) peuvent être intégrées de deux façons aux priorités des actionnaires : soit être le cœur de leurs revendications (en prenant une part minoritaire d'une société pour y faire valoir des objectifs sociaux), soit être une motivation qui « teinte », plus ou moins fortement, leurs activités d'investissement (en considérant que les questions de RSE doivent

être intégrées parmi les critères au regard desquels ils évaluent les performances d'une entreprise).

On ignore trop, par exemple, qu'aux Etats-Unis les syndicats de salariés sont des acteurs des marchés financiers et adoptent depuis longtemps des stratégies interventionnistes : être au capital des entreprises leur permet de peser sur ses décisions et de pousser, le cas échéant, des revendications sociales (montrant, s'il le fallait encore, que les actionnaires intègrent des éléments extra-financiers dans leurs critères de valorisation)⁹⁸.

Ce n'est pas neuf : en 1949, le syndicat des employés de la téléphonie (Alliance of Independent Telephone Unions) avait acquis une part du capital de l'American Telephone & Telegraph (AT&T) dans l'objectif de peser sur ses décisions. Malheureusement à l'époque les droits des actionnaires étaient particulièrement mal garantis et il ne put mener à bien son action.

Par ailleurs, en résonance avec l'ensemble de la société (et souvent à l'inverse de l'image qui en est véhiculée dans l'opinion publique), les préoccupations sociales et environnementales prennent très clairement un poids croissant dans les prises de position des activistes, comme l'illustrent quelques

Les préoccupations sociales et environnementales prennent très clairement un poids croissant dans les prises de position des activistes



exemples significatifs⁹⁹ :

- CalSTRS a exigé qu'Apple apporte une réponse aux préoccupations d'usage excessif des écrans par les plus jeunes ;
- En Allemagne, les actionnaires du groupe Bayer ont voté contre la stratégie qui a été proposée, pour protester contre le rapprochement avec Monsanto¹⁰⁰ : ils ont considéré que la présentation qui leur avait été faite sous-estimait les risques liés au glyphosate.

En 2018, la banque d'affaires JP Morgan notait que les sujets de responsabilité « environnementale, sociale et de gouvernance sont de plus en plus importants » pour les activistes¹⁰¹. Et pour cause : ce sont désormais des sujets clés pour les affaires¹⁰² !

103. Lazard, Review of shareholder activism – H1 2019, 2019. Les statistiques portent sur des entreprises dont la capitalisation boursière est supérieure à 500 millions de dollars

104. Owen Walker, Barbarians in the boardroom – activist investors and the battle for control of the world's most powerful companies, FT Publishing, 2016

105. Michel Albouy, Clément Decante, Aurélien Mauro, Pauline Studer, L'impact des actionnaires activistes sur les performances à court, moyen et long terme des entreprises européennes, Finance, contrôle, stratégie, 2017 ; Carine Girard, Stephen Gates, Global drivers of and local resistance to French shareholder activism, Journal of applied corporate finance, 2014

106. Lazard, Review of shareholder activism – H1 2019, 2019. Les statistiques portent sur des entreprises dont la capitalisation boursière est supérieure à 500 millions de dollars

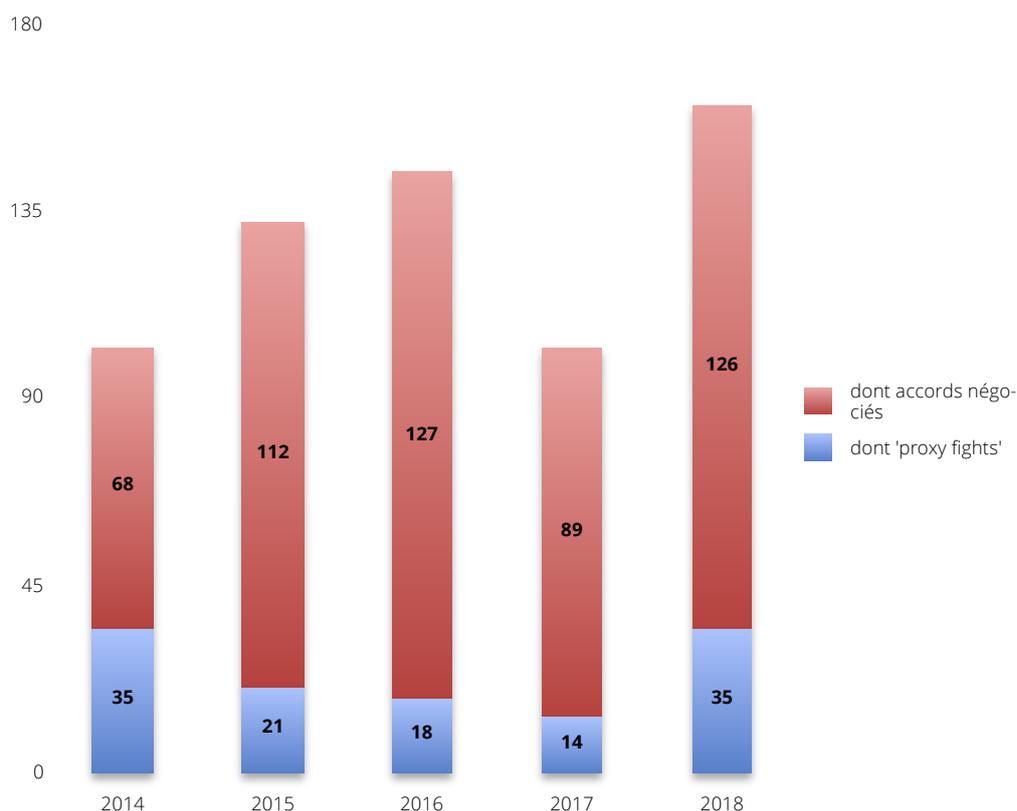


Figure 16 – Sièges d'administrateurs remportés, par année
Source : Lazard¹⁰³

1.3.1.2. Et les performances économiques évidemment !

Dans le domaine purement économique, les activistes recherchent des actifs qu'ils estiment imparfaitement valorisés : en prenant position et s'investissant dans le suivi de l'entreprise, ils espèrent créer une valeur supplémentaire. Leurs objectifs sont multiples. Il peut s'agir pour eux de¹⁰⁴ :

- Redistribuer aux actionnaires les liquidités retenues par le management. Carl Icahn et David Einhorn ont par exemple lancé une campagne contre Apple, lui reprochant de conserver des sommes qui auraient dû, selon eux, être restituées aux actionnaires ... ce que la firme à la pomme fit finalement en distribuant 200 milliards de dollars en 2017. General Motors, victime d'un reproche semblable, a pour sa part lancé un programme de « share buyback » de 5 milliards de dollars en 2015 ;
- Restructurer le capital des entreprises pour mieux le valoriser. En 2014, Carl Icahn a fait pression sur eBay pour qu'elle fasse de son unité de paiement (PayPal) une entité indépendante (un « spin off »), ce qui a ouvert un conflit public et virulent avec Marc Andreessen, l'un des dirigeants légendaires de la

firme technologique. Icahn, ralliant suffisamment d'actionnaires à lui, a fini par remporter la bataille et Andreessen par démissionner de son poste ;

- Faire changer la composition du conseil d'administration ou le management. Ces revendications donnent généralement lieu à d'intenses batailles en assemblée générale (« proxy contest » – voir plus loin) pour récupérer les procurations des autres actionnaires et remporter le vote. En 2000, deux actionnaires minoritaires sont ainsi parvenus à collecter suffisamment de procurations pour remplacer les dirigeants du groupe français André¹⁰⁵ – ce fut l'une des premières batailles médiatiques d'activistes !
- En 2018, par exemple, les actionnaires identifiés comme « activistes » ont gagné 161 sièges dans les entreprises recensées par la banque Lazard¹⁰⁶, dont 35 ont donné lieu à des batailles en assemblée générale ;
- La banque JP Morgan (dont les statistiques comptent 651 campagnes à travers le monde) relève pour sa part que, la même année 2018, les activistes ont remporté 77% de leurs batailles pour des votes, c'est-à-dire que « les actionnaires ont voté pour au moins une des propositions dissidentes lors des assemblées, ou des concessions ont été obtenues de

107. Les Echos, Muddy Waters s'attaque à Bufford Capital, 7 août 2019

108. JP Morgan, The 2018 proxy season, 2018

109. Les Echos, AG : ces spécialistes du conseil en vote qui murmurent à l'oreille des investisseurs, 19 avril 2018

110. Lazard, Review of shareholder activism - H1 2019, 2019. Les statistiques portent sur des entreprises dont la capitalisation boursière est supérieure à 500 millions de dollars

111. Les Echos, Les fusions-acquisitions aiguisent l'appétit des activistes, 10 juillet 2019

L'activité spécifique des « short sellers »

Les « short sellers » se distinguent des activistes par leurs méthodes et leur esprit : au lieu de prendre des parts d'une entreprise pour en infléchir la stratégie de façon constructive, ils en révèlent publiquement les failles pour en corriger la valorisation et réaliser une plus-value au passage. Leur stratégie ne consiste pas à mieux valoriser l'entreprise mais, au contraire, à jouer sur sa dévalorisation pour générer un profit. Les incitations sont donc clairement opposées entre le « short seller » et sa cible : leur relation ne peut dès lors être que conflictuelle.

Leur intervention consiste à faire baisser le cours de l'entreprise, pour le ramener à ce qu'ils estiment être sa juste valeur (l'activiste fait le pari que l'entreprise est survalorisée), et réaliser un bénéfice en ayant « shorté » l'action. En clair, l'activiste « vend à découvert », c'est-à-dire qu'il vend des titres qu'il ne possède pas encore, au prix de marché, mais qu'il livre à une date ultérieure. Entre les deux, il organise généralement une bataille médiatique, en annonçant qu'il considère que l'actif est injustement valorisé (voire qu'il a détecté des fraudes dans les comptes ou des fragilités dans le « business model »), ce qui conduit à une chute des cours et lui permet de réaliser une plus-value. Le fonds Muddy Waters (connu en France pour son action à l'encontre du groupe Casino) est un expert de cette pratique. En août 2019, par exemple, il a ciblé la société d'investissement britannique Bufford Capital, spécialisée dans le financement de contentieux et dont le cours avait crû de plus de 1 000% depuis son introduction en bourse en 2009, l'accusant d'avoir triché sur ses performances (« grâce à la nature ésotérique de l'activité et aux pratiques non-éthiques de son plus gros actionnaire, Invesco, l'affaire s'est transformée d'un modèle comptable Enronnesque en l'action la plus courue de l'AIM »). Peu après la révélation, le cours de l'entreprise a chuté (de 50% le lendemain)¹⁰⁷.

En outre, l'activité des « short sellers » se distingue juridiquement en ce qu'ils ne sont pas titulaires des actions quand ils lancent leurs opérations.

Encadré 3 – L'action des « short sellers »

la cible, par accord¹⁰⁸. D'ailleurs, près de la moitié des campagnes se sont soldées par un accord (48%) et à peine un quart (23%) n'a trouvé une issue qu'à travers un vote;

- Le vote en assemblée générale a pris une importance cruciale, à tel point que de nouveaux acteurs ont émergé : les agences de conseil en vote (ISS, Proxinvest, Glass Lewis), dont les recommandations de vote ont souvent une influence déterminante sur les assemblées générales¹⁰⁹;
- Contester une opération de fusion/acquisition complexe, dans le but d'en tirer une meilleure valorisation. En 2019, le français CIAM s'est opposé au projet de rapprochement (finalement avorté) entre Renault de Fiat-Chrysler, considérant que l'offre sous-valorisait les actions du constructeur français. Cette stratégie peut aussi échouer : en 2013, Starboard Value, un fonds américain, a tenté en vain de s'opposer au rapprochement entre Smithfield foods, dont il avait acquis 5,7% des actions, et Shuanghui International Holdings of Honk-Kong (un deal à 4,7 milliards de dollars) dans

l'espoir, qui s'est révélé vain, de trouver un meilleur acquéreur ;

- Prendre le contrôle d'un actif, pour mieux le valoriser, même si ces opérations plus lourdes semblent aujourd'hui moins courantes.

Alors qu'en 2014, les interventions liées à un sujet de M&A ne représentaient qu'un quart des opérations des activistes¹¹⁰, elles ont pris une importance croissante pour représenter, au premier semestre 2019, presque de 50% (46% exactement) des campagnes¹¹¹, dont :

- Un tiers suggérait la vente d'une entreprise. Par exemple, le fonds Icahn a poussé, avec succès, Eldorado Resorts à acquérir Caesars, pour 8,6 milliards de dollars ;
- Un tiers demandait la cession d'une partie de l'activité de la cible. Par exemple, Third Point a poussé Sony à dissocier son activité dans le secteur des semi-conducteurs et se séparer de ses participations dans M3, Olympus et Spotify pour se concentrer sur le divertissement ;
- Un tiers conduisait les activistes à intervenir dans une opération de M&A en

112. Option finance, Les actionnaires donnent de la voix, 13 mai 2019

113. Les Echos, Crise de gouvernance : Essilor-Luxottica rejette les propositions d'investisseurs, 24 avril 2019

114. L'Usine nouvelle, Le fonds activiste Third Point serait entré au capital d'EssilorLuxottica, 25 août 2019

115. Les Echos, Pernod Ricard sous la pression du fonds activiste Elliott, 13 décembre 2018

116. Les Echos, Face au fonds activiste CIAM, Denis Kessler conforté aux commandes de Scor, 26 avril 2019

117. Sahil Mahtani, Groupe Bolloré and Elliott go head-to-head over Telecom Italia, Financial Times, 3 mai 2018

118. La Tribune, Telecom Italia : Vivendi range les armes face à Elliott, 29 mars 2019

119. Les Echos, Les fusions-acquisitions aiguissent l'appétit des activistes, 10 juillet 2019

120. Il faut probablement distinguer les «short sellers» dont l'objectif est plus de rétablir la juste valeur d'une entreprise

121. Alon Brav, Wei Jiang, Hyunseob Kim, Recent advances in research on hedge fund activism : value creation and identification, Review of financial economics, 2015

122. Capital Finance, « Notre mandat, c'est d'aller chercher le juste prix », 9 octobre 2017

123. Alon Brav, Wei Jiang, Hyunseob Kim, Recent advances in research on hedge fund activism: value creation and identification, Review of financial economics, 2015

Des exemples de campagnes récentes en France

— 2019

- Le fonds français CIAM a écrit au conseil d'administration de Renault (valorisation de 19 milliards de dollars approximativement), faisant part de son opposition au rapprochement envisagé avec Fiat Chrysler, considérant que l'opération sous-évaluait Renault et lésait, par conséquent, ses actionnaires;
- Le rapprochement entre Luxottica et Essilor se passant mal, plusieurs investisseurs institutionnels (dont fidelity International et Baillie Gifford) ont pris l'initiative de déposer des résolutions en assemblée générale afin d'obtenir la nomination d'administrateurs indépendants, afin de débloquent une situation figée¹¹². Leur résolution a néanmoins été rejetée¹¹³. Fin août 2019, Third Point serait entré au capital d'EssilorLuxottica¹¹⁴.

— 2018

- Le fonds Elliott a critiqué les résultats du groupe Pernod Ricard, dont il avait acquis 2,5% du capital, réclamant une amélioration de sa marge opérationnelle et des réformes dans sa gouvernance¹¹⁵;
- CIAM a publiquement critiqué la décision du groupe Scor de rejeter l'offre d'achat faite par Covea. Le fonds s'en est également pris à la rémunération du PDG du groupe (validée à une courte majorité par l'assemblée générale), allant jusqu'à demander sa révocation (rejetée par l'assemblée générale)¹¹⁶;
- Elliott, actionnaire de Telecom Italia a obtenu, en réunissant le soutien de fonds passifs (BlackRock, Vanguard et State Street)¹¹⁷, la nomination de 10 administrateurs, contre Vivendi qui contrôlait le conseil d'administration auparavant¹¹⁸.

Encadré 4 – Des exemples de campagnes récentes en France

cours, afin d'améliorer les termes de l'accord envisagé ou bloquer une opération désapprouvée. Par exemple, CIAM est intervenu dans le projet de rapprochement entre Fiat-Chrysler et Renault car le fonds estimait que l'entreprise française avait été sous-valorisée¹¹⁹.

1.3.1.3. Un acte de foi : croire au potentiel des belles endormies

En toute logique, les actionnaires qui s'impliquent dans le suivi des entreprises choisissent celles dont ils pensent qu'ils peuvent accroître la valeur (personne n'investit pour perdre)¹²⁰, c'est-à-dire celles dont ils considèrent qu'elles ne sont pas évaluées par le marché à leur juste valeur et qui ont le plus fort potentiel d'amélioration¹²¹. En ce sens, ils jouent un rôle de correctif naturel du marché, par l'apport d'informations et la prise de risque. Les fondatrices du fonds CIAM expliquent ainsi : « notre mandat, quand nous devenons activistes, c'est d'aller chercher le juste prix et de fermer ce « gap de valorisation » de façon active »¹²².

S'il est complexe d'établir une typologie parfaite des cibles idéales, compte-tenu de la diversité des interventions, il n'en reste pas moins qu'elles ont pour caractéristique de répondre à des problématiques communes, dont l'appréhension peut se répliquer d'une entreprise à l'autre¹²³. Certains critères ressortent ainsi :

- Le portefeuille de la cible, lorsque la valeur des entités prises individuellement est supérieure à la valeur de marché de l'entreprise ;
- L'excès de liquidités disponible, qui pourrait être valorisées autrement ;
- L'allocation du capital, lorsqu'elle est insuffisamment performante (c'est-à-dire lorsque le retour sur investissement semble trop faible) ;
- Les performances de l'entreprise, lorsqu'elles sont plus faibles que ses homologues du secteur ;
- La gouvernance, et en particulier des sujets comme la composition du « board » (par exemple, la présence de dirigeants qui ne parviennent pas à recueillir une franche approbation de leurs propositions en assemblée générale, révélant une faille entre eux et leurs actionnaires) ou la rémunération des

124. Lucian Bebchuk, Wall Street Journal, The myth of hedge funds as «myopic activists», 6 août 2013

125. Michel Albouy, Clément Decante, Aurélien Mauro, Pauline Studer, L'impact des actionnaires activistes sur les performances à court, moyen et long terme des entreprises européennes, Finance, contrôle, stratégie, 2017 ; Carine Girard, Stephen Gates, Global drivers of and local resistance to French shareholder activism, Journal of applied corporate finance, 2014

126. Marco Becht, Julian Franks, Jeremy Grant, Hannes Wagner, Returns to hedge fund activism : an international study, ECGI, 2017. L'étude porte sur 1 740 campagnes dans 23 pays de 2000 à 2010

127. Article L 233-7 du code de commerce

dirigeants (si elle apparaît trop élevée ou insuffisamment liée aux intérêts des actionnaires) ;

- L'absence de mise en œuvre des recommandations pourtant soutenues par les actionnaires.

Ainsi, Lucian Bebchuck, professeur à Harvard et spécialiste de l'évaluation des effets de l'activisme, relève que « les interventions des activistes tendent à cibler des entreprises sous-performantes, et non celles qui performant bien » : « durant les trois années précédant le mois de l'intervention, la performance opérationnelle des entreprises ciblées par les fonds activistes accusent un retard

fondie (à partir de données publiques, d'entretiens, etc.), la compréhension fine et l'analyse financière précise (indicateurs et indications de performance, etc.) de la cible et ses activités. En organisant, par des équipes dédiées, un suivi de long terme, les activistes deviennent des experts qui maîtrisent parfaitement les enjeux d'une entreprise et d'un secteur ainsi que les déterminants de leurs performances. Leur objectif est, de façon simplifiée, de repérer des potentiels inexploités – ou insuffisamment exploités. Ils contribuent donc à améliorer la qualité et la disponibilité de l'information pour l'ensemble des actionnaires, dont certains n'ont très clairement ni l'expertise ni les moyens suffi-

Les activistes deviennent des experts qui maîtrisent parfaitement les enjeux d'une entreprise et d'un secteur ainsi que les déterminants de leurs performances



significatif sur leurs pairs du secteur, et leurs rendements boursiers sont anormalement négatifs»¹²⁴. Cette conclusion est confirmée par Michel Albouy et ses coauteurs dans une étude portant exclusivement sur les activistes en Europe¹²⁵ : « les hedge funds activistes ciblent généralement des entreprises qui sous-performent leurs pairs et qui ont des performances opérationnelles dégradées lors de l'année de l'intervention ». En ce sens, l'intervention des actionnaires les plus impliqués sonne comme une opportunité d'améliorer la performance des entreprises sur le marché.

1.3.2. Les actionnaires déploient des stratégies efficaces pour améliorer les performances des entreprises dans lesquelles ils investissent

1.3.2.1. De l'approche aux négociations

Chaque campagne commence par une étape essentielle : la documentation appro-

sants pour réaliser le travail d'analyse auquel se livre ces professionnels.

La deuxième étape, une fois que la cible est déterminée et la stratégie arrêtée, consiste à prendre une participation minoritaire au capital de l'entreprise concernée¹²⁶.

Cette prise de participation peut faire l'objet d'une déclaration auprès des autorités boursières, dès lors que certains seuils sont remplis, qui varient selon les législations :

- Aux Etats-Unis, la loi impose que toute acquisition de plus de 5% du capital d'une société cotée fasse l'objet d'une déclaration à la Securities and Exchange Commission (le régulateur financier), au moyen d'un formulaire « 13 » ;
- En France, le Code de commerce¹²⁷ impose une déclaration à la société et à l'Autorité des marchés financiers dès qu'un actionnaire franchit un certain nombre de seuils du capital ou des droits de vote d'une société. Le seuil le plus bas est de 5%.

Dans un troisième temps, les investisseurs se rapprochent de leurs cibles. Généralement (mais pas systématiquement), les premières discussions se font de façon confidentielle (« behind the scene » : l'actionnaire, parfaitement documenté, expose sa compréhension de l'entreprise et ses recommandations pour en améliorer les performances. Là aussi, il peut jouer le rôle d'un porte-voix pour

128. Autant le dire, les activistes ne sont pas toujours accueillis les bras ouverts : la réaction spontanée de plus d'un dirigeant est de se demander qui sont ces nouveaux venus qui prétendent lui apprendre son métier, sa société et son secteur !

129. Doron Levit, *Soft shareholder activism*, *Review of financial studies*, 2019

130. Lucian Bebchuk, Alon Brav, Weijiang, *Dancing with activists*, ECGI, 2019

131. Michel Albouy, Alain Schatt, *Activisme et proxy fight – quand les actionnaires déclarent la guerre au management*, *Revue française de gestion*, 2009

132. Jeff Gramm, *Dear chairman – boardroom battles and the rise of shareholder activism*, Harper Business, 2016

133. L'une des universités les plus prestigieuses des États-Unis

l'ensemble des autres détenteurs d'une part de capital. La réceptivité de l'équipe dirigeante est alors clé : c'est elle qui détermine la suite des échanges, et leur caractère conflictuel ou non¹²⁸.

Si ces échanges peuvent se dérouler de manière cordiale – le management en place accueillant l'activiste comme un « sparring-partner », ce n'est parfois pas le cas. Les investisseurs peuvent ainsi être contraints de forcer la négociation, notamment de deux façons :

- La menace d'une prise de parole publique, qui aurait pour effet de faciliter des échanges confidentiels avec la cible, qui préférera se mettre à la table des négociations plutôt que voir sa stratégie ou ses pratiques publiquement contestées. D'ailleurs, une campagne publique peut même parfois être perçue comme un échec de ces discussions en « off »¹²⁹ ;
- La menace d'une « proxy contest » (bataille des procurations pour remporter un vote en assemblée générale)¹³⁰.

impasse (et dans les quelques cas où la stratégie choisie est celle de la confrontation immédiate), les investisseurs qui ne trouveraient pas d'écoute réceptive peuvent être conduits à l'occasion à ouvrir un front plus offensif.

Un premier instrument à leur disposition, c'est la presse. Pour la mobiliser, ils peuvent faire connaître publiquement leurs critiques, par exemple en publiant une note d'analyse (en réalité, un rapport très complet).

Lorsqu'ils recourent à ces batailles médiatiques, certains investisseurs ont développé une arme publique et efficace : les lettres qu'ils écrivent aux dirigeants des entreprises.

Certains se sont ainsi forgés une solide réputation pour leur plume acérée. Benjamin Graham, qui fut l'idole de Warren Buffett, en fut le premier exemple – beaucoup d'autres ont suivi. Daniel Loeb en a fait par exemple sa spécialité.

En 2005, l'activiste a ainsi écrit à Irik Sevin, dirigeant de Star Gas Partners (un distributeur de propane et de mazout de chauffage), un courrier avec une plume trempée dans le vitriol¹³². L'attaque était frontale : « malheureusement, votre incompetence ne se limite pas à votre incapacité à communiquer avec les détenteurs d'obligations et d'actions [bond and unit holders]. Un examen de votre passé révèle des années de destruction de valeur et d'erreurs stratégiques qui nous ont conduites à vous surnommer l'un des dirigeants les plus dangereux et incompetents d'Amérique (j'ai été amusé d'apprendre, au cours de notre enquête, qu'à l'Université de Cornell¹³³, il existe une « bourse Irik Sevin ». On ne peut que plaindre le pauvre étudiant qui souffre de l'indignité d'attacher votre nom à son dossier scolaire) ».

Le courrier de Loeb continue, pour s'en prendre à la composition du conseil d'administration de sa cible, non sans un certain humour (que le destinataire de la lettre n'aura cependant certainement pas apprécié) : « nous nous demandons en outre en vertu de quelle théorie de la gouvernance d'entreprise on peut faire siéger sa mère au conseil d'administration d'une société. Si vous veniez à être considéré défaillant dans l'exercice de vos fonctions, comme nous le croyons que vous l'êtes, nous ne pensons pas que votre mère serait la bonne personne pour vous congédier de votre poste. Nous sommes préoccupés par le fait que vous avez placé votre avidité et votre désir de compléter vos revenus familiaux – par des jetons de présence de 27 000 dollars et le salaire de base de 199 000 dollars de votre mère – avant les intérêts des actionnaires. Nous insistons pour que votre

Si ces échanges peuvent se dérouler de manière cordiale, ce n'est parfois pas le cas.

1.3.2.2. Des outils performants

Si les échanges entre les investisseurs et les dirigeants sont constructifs, ils peuvent ensemble parvenir à un terrain d'entente qui conduit les seconds, qui devraient accueillir favorablement l'apport d'un regard neuf sur leurs activités, à reprendre une partie des revendications des premiers. Si, au contraire, ils prennent une pente conflictuelle, le combat peut s'ouvrir.

Dans cette bataille (que des échanges préalables aient eu lieu ou non), les investisseurs mobilisent des instruments de communication publique en masse (agence de presse, agence de communication, etc.) pour faire connaître du marché leurs analyses et leurs attentes. Ils y impliquent d'importants moyens financiers, qu'ils financent seuls (alors que les dirigeants des entreprises qu'ils ciblent peuvent, eux, bénéficier de ses moyens)¹³¹.

— La plume acérée

Dès lors que les négociations en « off » ont échoué ou se trouvent dans une

134. Amundi, Shareholder activism : why should investors care ?, 2018

135. Doron Levit, Soft shareholder activism, Review of financial studies, 2019

136. Deloitte, Soyez votre propre activiste – développer l'état d'esprit d'un fonds activiste, 2019

137. Alon Brav, Wei Jiang, Hyunseob Kim, Recent advances in research on hedge fund activism : value creation and identification, Review of financial economics, 2015

138. Les Echos, La France, le pays qui résiste aux activistes, 13 décembre 2018

139. JP Morgan, The 2018 proxy season, 2018

140. Marco Becht, Julian Franks, Jeremy Grant, Hannes Wagner, Returns to hedge fund activism : an international study, ECGI, 2017. L'étude porte sur 1 740 campagnes dans 23 pays de 2000 à 2010

Une correspondance qui est souvent cordiale

Si la presse fait mention des courriers les plus acérés (dont le but est, précisément, d'avoir un retentissement médiatique), les correspondances et échanges sont généralement d'un autre ton, plus constructif et positif (les activistes choisissent leurs cibles d'abord parce qu'ils sont convaincus qu'elles ont des atouts, dont ils veulent faire croître la valeur).

Les courriers offensifs qui sont rendus publics sont ainsi l'exception, plutôt que la règle : 13% seulement des opérations des activistes impliqueraient une critique publique des entreprises¹³⁴.

En outre, le recours à une médiatisation peut parfois être perçu par le marché comme une difficulté rencontrée par les investisseurs : la bataille ouverte et publique peut être une preuve que les discussions en « off », qui sont la norme, ont échoué¹³⁵.

Encadré 5 – Les échanges entre activistes et leurs cibles

mère démissionne immédiatement du conseil d'administration ».

Enfin, la missive s'achevait sur des considérations plus personnelles et plus cruelles encore : « je vous connais personnellement depuis des années et ce que je vais vous dire peut sembler dur, mais est dit avec une certaine autorité. Il est temps pour vous de quitter votre rôle de PDG et de directeur afin de pouvoir faire ce que vous faites le mieux : vous retirer dans votre manoir au bord de l'eau dans les Hamptons où vous pouvez jouer au tennis et fréquenter vos amis. Réparer le désordre que vous avez créé doit être laissé à des professionnels intéressés économiquement au résultat ».

— La bataille électorale

Un deuxième instrument se trouve dans l'exercice des droits de vote lors des assemblées générales d'actionnaires. Lorsque les dirigeants ne suivent pas les propositions des actionnaires et investisseurs, ceux-ci peuvent tenter de les faire adopter par la voie de la démocratie d'entreprise.

Pour pouvoir peser suffisamment sur le cours des décisions, il leur faut mobiliser des alliés, c'est-à-dire d'autres actionnaires qui seraient susceptibles de ne pas être en phase avec les dirigeants et dès lors désireux de soutenir leurs revendications : l'activisme n'est jamais une activité isolée et solitaire.

L'actionnaire à la source des propositions a dès lors pour objectif de collecter le maximum de procurations de vote de la part des autres actionnaires, afin de pouvoir s'exprimer en leur nom. C'est ce qu'on appelle une « proxy contest » (une bataille de procurations).

— Le contentieux judiciaire

Un dernier instrument qui marque définitivement un échec des voies de compro-

mis, est judiciaire, lorsque les droits des actionnaires ont été violés.

1.3.2.3. On ne gagne qu'en équipe !

Les activistes ne réussissent pas seuls : et pour cause, ils sont minoritaires dans l'entreprise ! Il leur importe donc généralement de rallier des partenaires qui soutiennent leur démarche et y participent.

Dans cette perspective, les investisseurs vont généralement chercher à convaincre des acteurs institutionnels, qui détiennent une part significative de l'entreprise, afin de solliciter un nombre limité de votants¹³⁶ (il semble d'ailleurs que la présence de fonds institutionnels au capital d'une entreprise compte parmi les facteurs la désignant comme cible potentielle)¹³⁷. Par exemple, en France, récemment, le groupe français Latécoère en a fait l'expérience quand il a été la cible du fond Sterling Strategic Value, associé (et c'était une nouveauté) à un investisseur traditionnel, la société de gestion Financière de l'Echiquier¹³⁸.

De manière plus récente, les actionnaires activistes constituent également des alliances entre eux : en 2018, 13% des entreprises cibles (dont la valorisation dépasse 10 milliards de dollars) avaient été l'objet d'une campagne de plusieurs activistes à la fois, contre 9% en 2017 et 6% en 2016¹³⁹. En outre, entre 2000 et 2010, 25% des campagnes menées étaient multi-activistes¹⁴⁰.

2. Rendre le pouvoir aux actionnaires – le renforcement de la démocratie actionnariale

Article 5-1 du code AFEP-MEDEF

Le conseil d'administration est mandaté par l'ensemble des actionnaires. Il exerce les compétences qui lui sont dévolues par la loi dans l'intérêt social de l'entreprise. Il répond collectivement de l'exercice de ses missions devant l'assemblée générale envers laquelle il assume légalement ses responsabilités.

Encadré 6 – Article 5-1 du code AFEP-MEDEF

La détention d'une part du capital d'une société donne droit à participer aux votes lors de son assemblée générale, laquelle détient la légitimité pour prendre un certain nombre de décisions essentielles à l'avenir de ce collectif humain et économique. C'est un principe fondateur et fondamental de l'économie contemporaine.

Comme cela a déjà été souligné plus haut, ce pouvoir a toutefois eu tendance à échapper aux actionnaires pour être accaparé, de fait, par les dirigeants salariés. Depuis plusieurs années, cette tendance se corrige cependant à la marge : des initiatives notables ont contribué à renforcer le contrôle des actionnaires face aux dirigeants – dont le pouvoir est historiquement largement favorisé en France.

Cette évolution, qui n'est ni uniforme ni harmonieuse, n'est pas non plus anodine, ni isolée : elle s'inscrit dans un mouvement de fond d'affirmation de la démocratie actionnariale (2.1), auquel les investisseurs les plus actifs participent pleinement en favorisant la transparence et l'efficacité des marchés (2.2).

2.1. La lutte difficile pour l'affirmation lente et progressive de la démocratie actionnariale, fondement de l'économie contemporaine

2.1.1. La démocratie actionnariale s'affirme lentement

2.1.1.1. Les freins d'une défiance vis-à-vis du marché ?

Le contexte politique et économique contemporain est marqué par des tendances contradictoires.

Les premières, qui semblent portées par un souffle puissant ces toutes dernières années, valorisent la politisation croissante de l'économie dans un sens clairement hostile à un marché libre. Les maîtres mots de l'époque sont le protectionnisme, le retour du régalién et l'immixtion des Etats dans les affaires industrielles : il suffit de voir l'émoi qu'a suscité le refus par la Commission européenne de la concentration entre Alstom et Siemens pour

141. Les Echos, Veto à la fusion Alstom / Siemens : l'heure d'une politique industrielle ?, 25 février 2019

142. Monique Dagnaud, Le modèle californien, Odile Jacob, 2016

143. Michel Albouy, Clément Decante, Aurélien Mauro, Pauline Studer, L'impact des actionnaires activistes sur les performances à court, moyen et long terme des entreprises européennes, Finance,

le constater (les réactions ont même conduit l'Allemagne à envisager de promouvoir une politique industrielle volontariste¹⁴¹). Le succès des mouvements populistes lors des différentes échéances électorales récentes, aux Etats-Unis, en Grande-Bretagne, en Italie, en Espagne, en Allemagne, en Autriche, en France et dans d'autres pays encore, est une manifestation de cette volonté d'affirmer la prévalence du politique – prétendument menacée, sur l'économique.

mène structurant, qui se retrouve ainsi dans de nombreux pays et tend à se déployer – même si ce mouvement n'est pas toujours parfaitement uniforme. En France, même s'il leur est réputé traditionnellement moins favorable¹⁴³, le droit défend les actionnaires :

- Il prévoit la possibilité d'instaurer des droits de vote double au bénéfice de certains actionnaires, organise des obligations de déclaration pour des franchissements de seuils boursiers relativement bas, etc. (voir plus haut) ;
- Dans le même temps, il pose les fondements de la démocratie actionnariale en affirmant, dans le Code civil, que « tout associé a le droit de participer aux décisions collectives¹⁴⁴ ». Il affirme également à ce titre, comme la Cour de cassation l'a rappelé dès 1932, que « le droit de vote est un attribut essentiel de l'action »¹⁴⁵, rappelant (en 1999) le « caractère d'ordre public du droit de vote dans les sociétés par action »¹⁴⁶.

Depuis quelques années, notamment à la faveur d'évolutions législatives, les actionnaires se réapproprient ces droits et discutent, voire contestent, de plus en plus les décisions des dirigeants lors des assemblées générales – renvoyant à la fois à une volonté de contrôle et à une défiance plus forte vis-à-vis des élites économiques.

En 2018, par exemple, le phénomène semble avoir pris une ampleur certaine, voire inédite¹⁴⁷, par exemple :

- Le rapprochement entre Luxottica et Essilor se passant mal, plusieurs investisseurs institutionnels ont pris l'initiative de déposer des résolutions en assemblée générale afin d'obtenir la nomination de trois administrateurs indépendants qui permettent de débloquer une situation figée¹⁴⁸ ;
- Les actionnaires minoritaires se sont massivement opposés à la rémunération variable attribuée par le groupe Kering à François-Henri Pinault.

La tendance s'est confirmée en 2019 : la presse rapporte que plusieurs groupes français (Atos, Total, Valeo) ont préféré retirer des résolutions (notamment sur des questions de gouvernance et de rémunération des dirigeants) plutôt que de prendre le risque de les voir contestées en assemblée générale¹⁴⁹.

Le phénomène n'est pas que français. Désormais, « les actionnaires utilisent leurs votes pour envoyer un message au management »¹⁵⁰. Par exemple :

- En 2018, 50% des actionnaires de Netflix ont voté contre les projets de rémunéra-

D'autres initiatives conduisent à valoriser une économie de marché fondée sur ses acteurs autonomes et indépendants

contrôle, stratégie, 2017 ; Carine Girard, Stephen Gates, Global drivers of and local resistance to French shareholder activism, Journal of applied corporate finance, 2014

144. Article 1844 du code civil

145. Cass. civ., 7 avril 1932

146. Cass. com., 9 février 1999

147. Option finance, 13 mai 2019, Les actionnaires donnent de la voix

148. Fin août 2019, le fonds Third Point serait finalement entré au capital de l'entreprise. L'Usine nouvelle, Le fonds activiste Third Point serait entré au capital d'EssilorLuxottica, 25 août 2019

149. Les Echos, Assemblées générales : quand les actionnaires se font entendre des dirigeants, 8 mai 2019

150. Lazard, Review of shareholder activism – H1 2019, 2019. Les statistiques portent sur des entreprises dont la capitalisation boursière est supérieure à 500 millions de dollars

Un peu partout, les législateurs font assaut de régulation pour encadrer des pratiques qui s'étaient librement développées grâce, notamment, à l'économie numérique. Début septembre 2019, la Californie, pourtant terre sacrée de l'innovation, a par exemple adopté une loi qui, visant à faire des travailleurs indépendants des salariés des plateformes, risque de remettre sérieusement en cause leur modèle économique. Sans juger de la légitimité de ces initiatives, force est de constater que « le modèle californien » est malmené¹⁴². Voilà qui est révélateur...

Pour autant, ces tendances interventionnistes ne sont pas uniformes et leur évolution n'est pas linéaire. D'autres initiatives conduisent à valoriser une économie de marché fondée sur ses acteurs autonomes et indépendants, faisant le pari de la confiance dans un système libre et concurrentiel, chargé de parvenir aux meilleurs équilibres par la confrontation sereine des intérêts divergents.

Ce double mouvement n'est en réalité pas totalement contradictoire : la volonté de promouvoir les « petits » actionnaires, face aux plus gros et/ou aux dirigeants des grands groupes, répond assez bien à l'ère du temps, qui considère qu'il vaut mieux confier le pouvoir au « peuple » - fut-il actionnarial, plutôt qu'aux élites.

2.1.1.2. La voix des actionnaires monte progressivement

La prise de parole des actionnaires – et leur prise en considération par les dirigeants qui sont leurs mandataires, est un phéno-

151. Lazard, Review of shareholder activism – H1 2019, 2019. Les statistiques portent sur des entreprises dont la capitalisation boursière est supérieure à 500 millions de dollars

152. Lazard, Review of shareholder activism – H1 2019, 2019. Les statistiques portent sur des entreprises dont la capitalisation boursière est supérieure à 500 millions de dollars

153. Vox, Lyft and Pinterest are the latest in a trend of IPOs that mean owning stock isn't as powerful as it used to be, 11 avril 2019

154. Owen Walker, Barbarians in the boardroom – activist investors and the battle for control of the world's most powerful companies, FT Publishing, 2016

155. Parmi les considérants, la directive explique qu'« il apparaît clairement que, souvent, les investisseurs institutionnels et les gestionnaires d'actifs ne suivent pas suffisamment les sociétés détenues et ne s'y engagent pas assez » ; Directive (UE) 2017/828 du Parlement européen et du Conseil du 17 mai 2017 modifiant la directive 2007/36/CE en vue de promouvoir l'engagement à long terme des actionnaires

156. Loi n°2019-486 du 22 mai 2019 relative à la croissance et la transformation des entreprises

tion (contre 39% l'année précédente), considérant qu'ils n'étaient pas suffisamment liés aux performances¹⁵¹ ;

- En mars 2019, 45% des actionnaires de Starbucks ont adopté une résolution poussant un plan en faveur d'emballages plus respectueux de l'environnement, considérant que l'entreprise avait peut-être été insuffisamment volontaire par rapport à ses précédents objectifs¹⁵².

Pour autant, là également, cette tendance égalitaire inscrite dans le temps long n'est pas uniforme :

- Comme cela a déjà été souligné, le gouvernement français a ouvert la possibilité aux entreprises de discriminer entre les actionnaires, en ne leur octroyant pas les mêmes droits de vote en dépit d'une part de capital identique ;
- Récemment, certaines entreprises de la « tech » ont commencé à adopter des pratiques semblables : Lyft, Pinterest, Snap, Blue Apron ou encore Stitch Fix ont distribué des actions dont les droits étaient inférieurs à d'autres (ou plutôt, elles ont conservé des droits exorbitants au profit de leurs fondateurs, non exactement corrélés à leurs parts de capital)¹⁵³.

Cette rupture d'égalité témoigne d'une défiance vis-à-vis du marché et de ses acteurs et illustre une volonté de se protéger face à ses interrogations qui, pour inconfortables qu'elles puissent être, n'en restent pas moins des *stimuli* salutaires pour éviter de sombrer dans le confort de l'habitude.

2.1.2. Les tendances législatives récentes ont poussé ce mouvement, en renforçant progressivement les droits des actionnaires – non sans résistances et mouvements de recul

2.1.2.1. Le soutien législatif apporté à l'expression des actionnaires

La responsabilisation accrue des dirigeants devant leurs actionnaires a été néanmoins favorisée, dans les dernières années, par les évolutions législatives et réglementaires. Les crises suscitées par des « patrons » peu scrupuleux (ou interprétées comme telles par les décideurs politiques et l'opinion publique) ont conduit de nombreux Etats à adopter des normes visant à améliorer la gouvernance des entreprises, c'est-à-dire allant dans le sens d'une supervision accrue des dirigeants.

Quelques exemples l'illustrent :

- Aux Etats-Unis, la loi Sarbanes-Oxley a poursuivi cet objectif ;
- Au Japon, le premier ministre Shinzo Abe avait fait de la réforme de la gouvernance d'entreprise l'un des axes prioritaires de sa politique réformatrice. Il s'était même

La France s'est inscrite dans cette dynamique qui a contribué à renforcer le contrôle de la gouvernance



- félicité des interventions des activistes, considérant qu'elles pourraient aider les conseils d'administration à se réformer et ainsi stimuler l'économie nationale¹⁵⁴ ;
- Au niveau de l'Union européenne, l'adoption de la directive de 2017 sur les droits des actionnaires¹⁵⁵, transposée en droit français par la loi « PACTE »¹⁵⁶, promeut leur meilleure information dans le but d'encourager leur participation aux votes des assemblées générales sur des sujets importants comme la rémunération des dirigeants. Elle encourage également une meilleure transparence des

157. Nouha Ben Arfa, Daniel Labaronne, *Activisme actionnarial des hedge funds – une étude exploratoire au sein des entreprises françaises*, Revue française de gestion, 2016 ; Carine Girard, Stephen Gates, *Global drivers of and local resistance to French shareholder activism*, Journal of applied corporate finance, 2014

actionnaires (en favorisant leur identification) et de divers intervenants sur les marchés (investisseurs institutionnels, gestionnaires d'actifs, agences de conseil en vote, etc.).

La France s'est inscrite dans cette dynamique qui a contribué à renforcer le contrôle de la gouvernance et, de ce fait, à légitimer l'intervention des activistes¹⁵⁷ :

La tentation reste cependant forte de vouloir protéger le management face à la volonté d'implication croissante des actionnaires.



158. Loi n°2001-420 relative aux nouvelles régulations économiques

159. Loi n°2003-706 du 1er août 2003 de sécurité financière

160. Carole Uzan, « La montée en puissance des actionnaires : le droit à l'épreuve des pratiques de marché et de l'activisme actionnarial », AMF, 2007

161. Ordonnance n°2010-1511 du 9 décembre 2010 portant transposition de la directive 2007/36/CE du 11 juillet 2007 concernant l'exercice de certains droits des actionnaires des sociétés cotées, complétée par le décret n°2010-1619 du 23 décembre 2010 relatif aux droits des actionnaires de sociétés cotées

162. Directive 2007/36/CE du Parlement européen et du Conseil du 11 juillet 2007 concernant l'exercice de certains droits des actionnaires de sociétés cotées

163. Loi n°2016-1691 du 9 décembre 2016 relative à la transparence, à la lutte contre la corruption et à la modernisation de la vie économique

164. AMF, Les régimes européens et français du « say on pay » (LIEN), 28 avril 2017

165. AFEP-MEDEF, Code de gouvernement des entreprises (révisé en juin 2018)

166. Patricia Charléty, *L'activisme actionnarial dans l'assemblée générale : quels bénéfices pour les actionnaires et les entreprises ?*, Revue d'économie financière, 2018

167. Patricia Charléty, *L'activisme actionnarial dans l'assemblée générale : quels bénéfices pour les actionnaires et les entre-*

- La loi « nouvelles régulations économiques » de 2001¹⁵⁸, avait marqué une première étape en faveur d'une meilleure information des actionnaires, faisant suite au scandale ENRON notamment. Elle abaissait le seuil permettant aux actionnaires minoritaires d'exercer un certain nombre de droits et posait un principe de transparence en matière de rémunération des dirigeants ;
- La loi de sécurité financière de 2003¹⁵⁹ a posé le principe selon lequel les sociétés de gestion doivent voter « dans l'intérêt exclusif des actionnaires ou des porteurs de parts » ou à défaut expliquer leur vote¹⁶⁰, ce qui a pour objectif et effet d'accroître la transparence des assemblées générales et d'accroître le nombre d'alliés potentiels dans une campagne. Dans le même but, en 2007, le règlement de l'Autorité des marchés financiers (AMF) a été complété d'une obligation faite aux sociétés de gestion de portefeuille de transmettre leurs votes et les raisons qui les motivent (article 314-102, désormais 321-134) ;
- Une ordonnance de 2010¹⁶¹, transposant la précédente version de la directive européenne sur les droits des actionnaires¹⁶², a ouvert des droits renforcés en faveur des actionnaires : droit de demander l'inscription de points à l'ordre du jour ; principe d'une réponse aux questions écrites des actionnaires ; possibilité de donner mandat de représentation à toute personne physique ou morale. Ce dernier point est évidemment clé pour les activistes, dès lors que s'engage une « proxy contest » ;
- La loi « Sapin 2 »¹⁶³ a accordé aux actionnaires un droit de vote sur la rémunéra-

tion des dirigeants des sociétés cotées (« say on pay »)¹⁶⁴, symbole s'il en est de l'épanouissement de la démocratie actionnariale.

Le code AFEP-MEDEF¹⁶⁵, par lequel les deux associations d'entreprises définissent des règles de bonne gouvernance, contient des recommandations du même ordre (par exemple sur le « say on pay »).

Ces dispositions ont contribué à renforcer le rôle de l'assemblée générale comme lieu privilégié d'expression de la démocratie actionnariale, dont l'efficacité en matière de gouvernance est de plus en plus reconnue (notamment grâce à la possibilité de soumettre des résolutions)¹⁶⁶ : elle constitue un moment très important de la vie de l'entreprise car elle met en relation directe le management et les actionnaires, permettant aux seconds d'interroger les premiers et aux premiers de s'expliquer devant les seconds. Pour autant, force est de constater que cet outil n'est pas pleinement utilisé aujourd'hui, du fait d'une forme de passivité de certains détenteurs de titres : le taux de participation des petits actionnaires en France est de 50% environ (dans la moyenne européenne) contre 63% au Royaume-Uni (mais, en France, le taux d'opposition aux résolutions soumises au vote est deux fois plus élevé que dans les autres principaux marchés européens)¹⁶⁷. Les investisseurs les plus actifs dans le suivi de leurs participations comblent une partie de cette apathie en se saisissant pleinement de leurs droits d'actionnaires.

2.1.2.2. Une tentation de recul

La tentation reste cependant forte de vouloir protéger le management face à la volonté d'implication croissante des actionnaires. Suscité par une émotion vive à la suite de quelques rares épisodes médiatiques dus à une poignée extraordinairement minoritaire d'acteurs du marché (les « short-sellers »), une réaction politique se déploie qui cherche à se traduire de façon législative.

Début octobre 2019, une mission parlementaire d'information sur l'activisme actionnarial¹⁶⁸, dont les députés Benjamix Dix et Eric Woerth étaient les rapporteurs, a ainsi fait connaître ses conclusions dans le but de renforcer un peu plus les protections entourant les dirigeants d'entreprise face à leurs actionnaires (en révisant les obligations de déclaration de franchissement de seuil au capital d'une société cotée, en obligeant les actionnaires à échanger de façon contrai-

gnante avec les dirigeants avant le marché de façon publique, etc.)¹⁶⁹.

2.1.3. Les activistes participent à un mouvement de démocratisation qui s'inscrit dans une tendance sociale beaucoup plus profonde

L'arrivée, souhaitée par le monde politique et entrepreneurial, d'un maximum de salariés comme actionnaires de leur entreprise pose la question de la protection de cette épargne – non qu'il soit nécessaire de l'assurer contre le risque de l'actionnaire, mais de la nécessité, face à cette démocratisation, de préserver ces fonds et de les faire évoluer positivement. La pleine implication des actionnaires dans leurs entreprises peut être un moyen efficace de s'assurer de la prise en compte des intérêts des plus petits d'entre eux, dont les salariés.

Le mouvement de démocratisation n'est pas uniforme. Il n'est pas linéaire. Il n'est pas non plus propre aux actionnaires. Il s'inscrit dans des mutations structurelles des sociétés occidentales qui sont traversées par un mouvement d'horizontalisation du pouvoir, concomitant à une forme de défiance vis-à-vis des relations trop « verticales ».

Cette tendance se retrouve dans la vie politique, dont on peut tirer succinctement quelques exemples particulièrement significatifs :

- Le succès, en Europe et aux Etats-Unis (et ailleurs dans le monde) des candidats dits « populistes » illustre une défiance forte des peuples vis-à-vis des élites traditionnelles et dans le même temps une demande de réappropriation du pouvoir et de relation directe avec la tête de l'Exécutif ;
- La chute de confiance dans les institutions de manière générale explique la demande de contrôle et de surveillance des représentants (de manière large) ainsi que les exigences de performance qui sont portées à leur égard ;
- La demande d'association et de participation aux prises de décisions politiques a porté par exemple les dynamiques de démocratie participative ou de co-construction des projets.

L'entreprise est évidemment pleinement inscrite dans ces transformations et leurs contradictions : il suffit, pour s'en rendre compte, de voir la relation à la hiérarchie qu'ont les jeunes des générations X et Y, ou de constater que désormais il n'est (presque) plus un grand plan stratégique qui ne soit conçu sans une forme de participation et de « démocratie interne » pour permettre à toutes les parties prenantes (les désormais célèbres « stakeholders ») d'avoir voix au chapitre !

Cette dynamique est portée au demeure par la révolution technologique qui :

- Ouvre la possibilité d'une instantanéité en abaissant les barrières aux rencontres et permet ainsi une démultiplication du débat, qu'il soit politique, économique ou social ;
- Diffuse l'information (y compris la plus incertaine) rapidement et donne accès au plus grand nombre à des données clés, au suivi des événements, etc.

La démocratie actionnariale doit s'interpréter à l'aune des mutations de nos sociétés : elle n'est pas un accident ni un épisode soudain ; au contraire, elle répond à une transformation structurelle, probablement plus profonde que les agitations politiques momentanées – car inscrite dans l'histoire longue de la modernité, du capitalisme et de la

170. Investir Les activistes à l'offensive, 9 septembre 2017

171. Arnaud Deppen, De la démocratie en finance ?, Regards croisés sur l'économie, 2008

172. Catherine Berjal et Anne-Sophie d'Andlau, Considérons les fonds activistes comme des lanceurs d'alerte, L'Agefi Hebdo, 31 octobre 2018 : « au lieu de considérer les activistes comme des « perturbateurs », l'IFA [Institut Français des Administrateurs] et les autres acteurs du marché devraient plutôt les accueillir comme des lanceurs d'alerte susceptibles de corriger les abus et conflits d'intérêts encore trop présents au sein des entreprises françaises »

démocratie. Il n'y a, au demeurant, rien de très surprenant dans ce constat : n'est-ce pas une implication directe de la dynamique d'égalité qu'avait dessinée et désignée le grand Alexis de Tocqueville dès le 19^e siècle ?

2.2. En promouvant la transparence et la responsabilité, les actionnaires les plus impliqués participent de ce mouvement et améliorent le fonctionnement des marchés

L'implication croissante des actionnaires dans le suivi de leurs participations – tendance dont les activistes sont les représentants les plus emblématiques, s'inscrit pleinement dans cette dynamique de démocratisation actionnariale, en même temps qu'elle en bénéficie, en déployant des stratégies permises par la pleine mobilisation des droits ouverts par la loi.

Par leurs interventions, ces opérateurs contribuent en particulier à améliorer la transparence du marché et la responsabilité des dirigeants, au bénéfice des plus petits actionnaires moins équipés.

Ils constituent un « choc de transparence », en pointant, de façon claire et sans craindre de s'opposer au management, les éventuelles fragilités des entreprises : ce sont des « dissidents qui osent contredire les dirigeants »¹⁷⁰ écrit ainsi le journal Investir. Ils jouent le rôle, assez sain, de contrepouvoirs au sein de l'entreprise, évitant par leurs prises de parole qu'elle ne s'égaré et ayant, à tout le moins, le mérite d'interroger la stratégie et les décisions des dirigeants. De ce fait, ils les placent devant leurs responsabilités, en les incitant à toujours mieux échanger avec leur « base électorale » et en donnant la parole potentiellement aux « petits actionnaires », que certains observateurs qualifient de « tiers-état » de l'actionnariat¹⁷¹.

Ils agissent ainsi comme des relais et des porte-voix des petits actionnaires et leur offrent une opportunité d'autonomie et des

alliés influents dans la recherche de performance : grâce à leurs capacités de recherche et d'analyse, ils sont capables de « challenger » intelligemment les dirigeants – faculté impossible au petit actionnaire isolé qui non seulement n'a pas les moyens de se documenter aussi précisément mais pèse trop peu face à un conseil d'administration puissant ou des actionnaires institutionnels passifs. Par leurs interventions, ils réduisent l'asymétrie entre « l'agent » (dirigeant) et le « principal » (actionnaire).

Ce faisant, les investisseurs les plus impliqués favorisent donc un fonctionnement de marché plus performant : en désignant les valorisations inexactes ou les stratégies imparfaites, ils contribuent à les corriger. Catherine Berjal et Anne-Sophie d'Andlau, fondatrices du fonds français CIAM, appellent à les considérer « comme des lanceurs d'alerte »¹⁷².

3. Les performances d'abord – Une stimulation continue du marché au bénéfice d'une création de valeur

173. Catherine Berjal et Anne-Sophie d'Andlau, écrivent : « l'activiste bouscule les belles – ou moins belles – endormies ». Catherine Berjal et Anne-Sophie d'Andlau, *Considérons les fonds activistes comme des lanceurs d'alerte*, L'Agefi Hebdo, 31 octobre 2018

174. L'Usine nouvelle, Les fonds activistes sont parmi nous, 4 février 2019

175. Maurice Nussembaum, L'impact de l'action des fonds activistes sur la valeur actionnariale, *La semaine juridique – entreprise et affaires*, 2018

176. World Economic Forum, What is shareholder activism and how should business respond ?, 18 août 2017

177. Owen Walker, Barbarians in the boardroom – activist investors and the battle for control of the world's most powerful companies, FT Publishing, 2016

L'engagement des actionnaires a pour effet, en stimulant les entreprises les moins performantes, de réveiller les « belles endormies » de l'économie contemporaine – qu'elles soient leurs cibles ou non d'ailleurs (3.1). La recherche académique s'est récemment intéressée à ces dynamiques. Ses conclusions sont intéressantes car elles vont à l'inverse des discours convenus, montrant qu'elles créent de la valeur à court et long termes (3.2). Ce constat devrait inciter les régulateurs et commentateurs à plus de prudence dans leurs volontés de contraindre l'intervention des investisseurs, d'autant que les résultats de la puissance publique en matière de gestion des entreprises laissent l'observateur pour le moins dubitatif (3.3).

3.1. Les actionnaires les plus actifs réveillent les belles endormies qui devraient les accueillir comme des partenaires plutôt que des adversaires

3.1.1. L'implication des investisseurs stimule les entreprises qu'ils accompagnent

L'engagement actionnarial a pour effet de stimuler les opérateurs économiques, qu'ils en soient les cibles directes ou non : il interdit aux entreprises de sombrer dans une forme de léthargie et oblige leurs dirigeants à accroître leurs efforts de transparence et d'explication vis-à-vis de leurs actionnaires (voir plus haut)¹⁷³.

Plus encore, il les conduit à repenser sans cesse leur stratégie et la confronter au marché, afin d'anticiper au mieux les évolutions de leurs activités. C'est un formidable remède contre l'échec et la meilleure recette pour le succès !

A l'inverse, la passivité dans la gestion d'une entreprise, la conduite habituelle des affaires sans remise en question, l'installation du « business » dans le confort d'une routine endormie sont des voies certaines vers les difficultés : le dirigeant qui ne se renouvelle pas ou l'entreprise qui ne s'interroge pas sur son devenir (particulièrement dans une période marquée par des bouleversements technologiques, juridiques et sociaux permanents) se préparent à décliner – et, peut-être, à devenir la cible d'opérations hostiles !

Comme le synthétise Maurice Nussembaum, professeur à l'Université Paris-Dauphine, l'action des activistes est « une discipline de marché » : « si une entreprise n'est pas gérée de façon efficace, elle est rattrapée par le marché »¹⁷⁴. L'implication des actionnaires contribue « à réduire les problèmes d'agence en disciplinant les conseils et le management »¹⁷⁵.

Évidemment, il n'est pas toujours plaisant pour un manager de voir ses décisions et choix remis en cause – surtout quand les questions viennent de personnes qui donnent un avis qui n'avait pas été sollicité, mais l'engagement des actionnaires devrait être perçu par les dirigeants comme une opportunité de nouer des partenariats susceptibles de les stimuler de façon constructive – et d'ailleurs extraordinairement robuste, plutôt que comme des ennemis hostiles qu'il faudrait vaincre.

D'une certaine façon, les actionnaires, quand ils s'impliquent, ont un rôle de « sparring-partner », comme au tennis ou à la boxe, qui fait acte de résistance pour que son partenaire, dont il est convaincu qu'il a un potentiel, devienne encore meilleur : si l'investisseur propose une confrontation, c'est qu'il croit à la possibilité de réussite de sa cible¹⁷⁶. Owen Walker, auteur d'un livre sur les activistes, les qualifie ainsi de « frenemies », contraction de « friend » (« ami » en anglais) et « enemies » (« ennemis », en anglais)¹⁷⁷.

178. Alon Brav, Wei Jiang, Hyunseob Kim, Recent advances in research on hedge fund activism : value creation and identification, Review of financial economics, 2015

179. Nickolay Gantchev, Oleg Gredil, Chotibhak Jotikasthira, Governance under the gun : spillover effects of hedge fund activism, Review of finance, 2018

180. SquareWell Partners, Active managers & activism, 2019

181. Frank Partnoy, Steven Davidoff Salomon, What CEOs get wrong about activist investors, Harvard Business Review, 2018

182. McKinsey & Company, McKinsey special collection – activist investors, 2017

183. The Economist, Capitalism's unlikely heroes : « activists are in fact the public company's unlikely saviours (...) Despite their flaws and excesses, activists are a force for good », 5 février 2015

3.1.2. L'engagement actionnarial influence positivement l'ensemble du marché

L'influence des investisseurs les plus actifs ne porte pas que sur les entreprises qui sont leurs cibles : leur existence même introduit une supervision du marché, nourrissant une pression à la performance qui a pour effet de discipliner, par effet de ricochet, toutes les entreprises similaires, qui sont encouragées à réinterroger leurs propres stratégies et management pour s'assurer de leur robustesse et se protéger contre une éventuelle campagne : « la menace de l'activisme produit des externalités positives pour les entreprises non ciblées »¹⁷⁸.

Trois chercheurs ont ainsi montré que les « effets positifs de l'activisme vont au-delà des cibles, puisque les pairs [les entreprises semblables] non ciblés améliorent également,

Comme l'écrivent Frank Partnoy et Steven Davidoff Solomon, professeurs à Berkeley, dans la Harvard Business Review : « un dirigeant qui comprend que les activistes n'ont vraiment de pouvoir que lorsqu'ils disposent d'un levier pour persuader les autres actionnaires devrait aussitôt s'activer pour savoir si les préoccupations des activistes ont une résonance avec le reste de l'actionnariat »¹⁸¹.

Le cabinet McKinsey parvenait à des conclusions semblables dans un travail de 2017 : « l'influence croissante des activistes sur les marchés internationaux des capitaux va transformer fondamentalement la façon dont les conseils des entreprises cotées interagissent avec les investisseurs »¹⁸².

Ces interventions semblent donc avoir des effets bénéfiques sur la gouvernance et la dynamique des marchés. C'est, à tout le moins, ce que concluait l'hebdomadaire de référence britannique The Economist dès 2015, qualifiant les activistes de « héros improbables du capitalisme » et affirmant qu'ils « sont en fait les sauveurs improbables des entreprises cotées. (...) Malgré leurs défauts et leurs excès, les activistes ont une action positive »¹⁸³.

3.1.3. Il faut être son propre activiste !

Comme le lecteur l'aura déduit des précédents paragraphes, les divers cabinets de conseil ont rapidement compris qu'il y avait des affaires à générer en lien avec l'activisme, notamment pour accompagner leurs clients dans la formulation de réponses appropriées à d'éventuelles campagnes les ciblant, mais aussi et plus encore, pour les prévenir ! Le slogan « soyez votre propre activiste ! » (ou ses déclinaisons) s'est largement diffusé, portant un message clair : pour ne pas être une cible, l'entreprise doit s'imposer un exercice de revue/audit et de remise en cause semblable à ce que lui ferait subir un activiste ; elle doit s'assurer que ses choix stratégiques sont pertinents, que ses performances sont optimales, que sa communication avec ses actionnaires est efficace et que, le cas échéant, elle est capable de justifier de façon robuste les décisions qu'elle a prises. De fait, aujourd'hui, toutes les entreprises du CAC 40 se sont préparées à faire face à une campagne¹⁸⁴ !

Malgré leurs défauts et leurs excès, les activistes ont une action positive.

184. Les Echos, Des actionnaires activistes aux dents de plus en plus longues, 25 juin 2019

sous la menace de l'activisme » leurs performances et deviennent plus compétitives, ce qui a pour effet d'améliorer leurs valorisations et donc de réduire les menaces qui pèsent sur eux¹⁷⁹. C'est au fond une stratégie classique : pour anticiper les actions de son adversaire, il faut se mettre à sa place !

Cela explique certainement que, de manière générale, les investisseurs reconnaissent les qualités des activistes : 87% d'entre eux estiment ainsi qu'ils ont un rôle positif sur le marché et ils reconnaissent massivement (90%) la robustesse de leurs arguments¹⁸⁰.

Une autre externalité de l'engagement actionnarial est qu'il contribue à améliorer les relations entre les dirigeants et leurs actionnaires : pour éviter d'être un jour la cible d'opérations hostiles ou parce qu'ils ont perçu que les pratiques militantes faisaient évoluer les attentes légitimes de tous leurs investisseurs, les conseils d'administrations ont pris conscience qu'ils devaient plus et mieux rendre des comptes. A ce titre, comme cela a été souligné plus haut, l'implication des plus « gros » investisseurs dans le suivi de la gestion des entreprises, mobilisant des moyens puissants, profite de fait aux plus « petits » actionnaires.

185. Larry Fink, Letter to CEOs, 2015

186. Watchell, Lipton, Rosen & Katz, Harvard's shareholder rights project is wrong, 21 mars 2012 ; Harvard Law School forum on corporate governance and financial regulation, Harvard's shareholder rights project is still wrong, 30 novembre 2012 ; Watchell, Lipton, Rosen & Katz, Bite the Apple : poison the Apple, paralyze the company, wreck the economy, 22 février 2013 ; Harvard Law School forum on corporate governance and financial regulation, Current thoughts about activism, 9 août 2013 ; Harvard Law School forum on corporate governance and financial regulation, The long-term effects of hedge fund activism, 19 août 2013 ; Harvard Law School forum on corporate governance and financial regulation, The Bebchuk syllogism, 26 août 2013 ; Harvard Law School forum on corporate governance and financial regulation, Don't run away from the evidence : a reply to Watchell Lipton, 17 septembre 2013 ; Harvard Law School forum on corporate governance and financial regulation, Empiricism and experience ; activism and short-termism, 28 octobre 2013 ; the real world of business ; Harvard Law School forum on corporate governance and financial regulation, Still running away from the evidence : a reply to Watchell Lipton's review of empirical work, 5 mars 2014

187. Financial Times, Does capitalism need saving from itself ;, 5 septembre 2019

188. Les paragraphes qui suivent ne retiennent que la littérature académique la plus récente ou la plus significative. D'autres papiers, dont plusieurs synthétisent les travaux existants, sont mentionnés dans les sources à la fin de cette note, par exemple Matthew Denes, Jonathan Karpoff, Victoria McWilliams, Thirty years of shareholder activism : a survey of empirical research, Journal of corporate finance, 2016

189. Alon Brav, Wei Jiang, Hyunseob Kim, The real effects of hedge fund activism : productivity, asset allocation, and industry concentration, Duke University working paper, 2013

190. Lucian Bebchuk, Alon Brav, Wei Jiang, The long-term effects of hedge fund activism, National Bureau of Economic Research, 2015 : 6%

3.2. L'engagement actionnarial crée de la valeur, à court et long termes

En 2015, le PDG de BlackRock a, dans sa lettre annuelle aux 500 plus importantes capitalisations américaines, accusé les activistes de ne songer qu'au court terme, au détriment de la nécessaire et bénéfique projection dans le long terme. Il dénonçait « la pression aiguë, qui augmente chaque trimestre, que subissent les entreprises pour atteindre leurs objectifs financiers à court terme au détriment de l'accroissement de la valeur à long terme. Cette pression provient d'un certain nombre de sources - la prolifération d'actionnaires activistes cherchant des retours immédiats ». Dans sa lettre, il indiquait également que « face à ces pressions, de plus en plus les dirigeants d'entreprises ont réagi en prenant des mesures qui peuvent procurer des rendements immédiats aux actionnaires, comme le rachat d'actions ou des augmentations de dividendes, tout en sous-investissant dans l'innovation, la main-d'œuvre qualifiée ou les dépenses en immobilisations essentielles, nécessaires pour soutenir la croissance à long terme »¹⁸⁵.

Il n'est pas le seul à porter ces accusations : pour de nombreux commentateurs – et particulièrement leurs adversaires, l'engagement actionnarial serait parfois victime de myopie (il verrait bien de près mais mal de loin).

Le débat n'est pas réservé à un cercle fermé d'académiques. Bien au contraire : ses conclusions ont un impact direct sur les éventuelles normes auxquelles les régulateurs pourraient songer. Le sujet s'est même retrouvé au cœur d'une controverse animée entre Lucian Bebchuk, un professeur de Harvard auteur de l'étude de référence sur l'activisme (dont les conclusions tendent à montrer que les activistes peuvent avoir des effets positifs y compris à long terme), et Martin Lipton, qui dirige un cabinet d'avocats américain spécialisé dans la défense de clients face aux campagnes activistes¹⁸⁶. Il a récemment encore trouvé une traduction dans la presse internationale la plus réputée¹⁸⁷.

Qu'en est-il vraiment ?

Les effets de l'engagement actionnarial le plus actif doivent s'apprécier, au moins, à deux échéances temporelles (à moyen et long

termes) et sur plusieurs dimensions (cours de l'action, investissement, etc.).

Depuis quelques années – particulièrement les années 2000 / 2010, la littérature académique s'est intéressée au sujet et de nombreuses publications permettent de l'approcher¹⁸⁸.

3.2.1. À court terme, le doute n'est pas permis : l'engagement actif des actionnaires crée de la valeur

À court terme, les études sont concluantes pour montrer que les activistes ont un effet positif sur le cours boursier des entreprises ciblées : leurs interventions s'accompagnent d'une évolution positive du cours de l'action comprise entre 5 et 10% selon les études¹⁸⁹ (6 à 7% dans les travaux de Lucian Bebchuk)¹⁹⁰.

3.2.2. À long terme, les conclusions sont également favorables

Les effets à long terme de l'implication des investisseurs suscitent un peu plus de débats, mais si certaines études concluent à l'absence d'effet (ni positif, ni négatif)¹⁹¹, les plus abouties parviennent des conclusions plutôt positives pour la création de valeur.

Le cabinet McKinsey, par exemple, a analysé 400 campagnes pour conclure que « la campagne activiste médiane permet de renverser une trajectoire descendante de la performance de l'entreprise et génère des rémunérations excédentaires pour les actionnaires qui persistent pendant au moins 36 mois »¹⁹².

L'étude de référence en la matière a été réalisée par Lucian Bebchuk et deux de ses collègues¹⁹³. Ses conclusions, tirées de l'analyse d'environ 2 000 interventions entre 1994 et 2007 montrent :

- Que les résultats opérationnels des entreprises ciblées s'améliorent, en moyenne, au moins pendant 5 ans ;
- Que le gain boursier de court terme ne disparaît pas, y compris pendant cette même période de cinq années ;
- Que ces conclusions sont vérifiées même lorsque l'analyse ne porte que sur les interventions hostiles.

Marco Becht, Julian Franks, Jeremy Grant, Hannes Wagner, Returns to hedge fund activism : an international study, ECGI, 2017 : 7% aux USA, 4,8% en Europe, 6,4% en Asie (l'étude porte sur 1 740 campagnes dans 23 pays de 2000 à 2010)

Alon Brav, Wei Jiang, Frank Partnoy, Randall Thomas, Hedge fund activism, corporate governance, and firm performance, The journal of finance, 2008 : 7%

191. Ed DeHaan, David Lacker, Charles McClure, Long term economic consequences of hedge fund activist interventions, ECGI, 2018

192. McKinsey & Company, McKinsey special collection – activist investors, 2017

193. Lucian Bebchuk, Alon Brav, Wei Jiang, The long-term effects of hedge fund activism, NBER, 2015

194. Michel Albouy, Clément Decante, Aurélien Mauro, Pauline Studer, L'impact des actionnaires activistes sur les performances à court, moyen et long terme des entreprises européennes, Finance, contrôle, stratégie, 2017

195. Michel Albouy, Clément Decante, Aurélien Mauro, Pauline Studer, L'impact des actionnaires activistes sur les performances à court, moyen et long terme des entreprises européennes, Finance, contrôle, stratégie, 2017. L'activisme européen étant moins développé, l'étude porte sur 23 sociétés entre 2000 et 2008

196. Alon Brav, Wei Jiang, Hyunseob Kim, The real effects of hedge fund activism : productivity, asset allocation, and industry concentration, Duke University working paper, 2013

197. Alon Brav, Wei Jiang, Hyunseob Kim, The real effects of hedge fund activism : productivity, asset allocation, and industry concentration, Duke University working paper, 2013

198. Siwen Chen, Emilie Feldman, Activist-impelled divestitures and shareholder value, Strategy management journal, 2018. L'étude porte sur les cessions réalisées par les entreprises du Fortune 500 entre 2007 et 2015

199. Alon Brav, Wei Jiang, Hyunseob Kim, The real effects of hedge fund activism : productivity, asset allocation, and industry concentration, Duke University working paper, 2013

Les activistes sont efficaces pour le long terme en Europe

« Les données obtenues contredisent la vision selon laquelle les hedge funds activistes poussent les entreprises à augmenter leurs résultats à court terme et à accroître les redistributions aux actionnaires, aux dépens d'un appauvrissement des performances opérationnelles sur les années ultérieures. Au contraire, notre étude démontre une amélioration des performances opérationnelles à long terme ».

Albouy et al., 2017¹⁹⁴

Encadré 7 – Les activistes sont bons pour le long terme en Europe

De manière intéressante, ces conclusions sont, globalement, confirmées par une étude de Michel Albouy et ses coauteurs qui porte sur l'Europe¹⁹⁵. Leurs conclusions sont également très explicites :

- La thèse court-termiste n'est pas fondée. Ils écrivent : « nous n'observons pas de résultats correspondants à la vision court-termiste de l'activisme puisque, en moyenne, l'ensemble des indicateurs de performance s'améliorent au cours des 5 années suivant l'intervention ». Dès lors, « les données obtenues contredisent la vision selon laquelle les hedge funds activistes poussent les entreprises à augmenter leurs résultats à court terme et à accroître les redistributions aux actionnaires, aux dépens d'un appauvrissement des performances opérationnelles sur les années ultérieures. Au contraire, notre étude démontre une amélioration des performances opérationnelles à long terme » ;
- L'activisme actionnarial favorise une meilleure gestion par les dirigeants : « les actionnaires activistes contribuent à l'amélioration des performances des entreprises et leurs actions constituent un véritable mécanisme externe de discipline des dirigeants via la menace qu'ils exercent sur eux ».

Ciblant des entreprises plus à la peine que leurs concurrentes, l'engagement actionnarial contribue à redresser leurs résultats. Alon Brav, Wei Jiang et Hyunseob Kim notaient ainsi en 2013 qu'ils observent une inflexion en ce sens sur les courbes de performance : « la forme en « V » est clairement centrée sur l'année du ciblage et le niveau au cours de la troisième année suivant le ciblage est sensiblement plus élevé que pendant l'année d'intervention ou l'année précédente »¹⁹⁶.

Ces résultats positifs sont obtenus notamment en réallouant le capital des entreprises cibles :

- Le capital industriel :

- Alon Brav, Wei Jiang et Hyunseob Kim montrent, dans leurs recherches, que les activistes jouent un rôle de « matching » pour allouer les actifs aux gestionnaires qui sauront le mieux les valoriser¹⁹⁷ : ils sont amenés par exemple à céder les unités de production les moins performantes de leurs cibles à des partenaires qui, eux, les développent (même plus que celles qui sont vendus hors intervention des activistes) ;
- Une étude publiée en 2018 dans le Strategy management journal confirme ce résultat : les cessions réalisées sous la pression des activistes créent plus de valeur à long terme (2 ans au moins) pour les actionnaires que celles décidées par le management¹⁹⁸. Ainsi, « les investisseurs activistes remplissent une fonction importante de gouvernance externe » en incitant les dirigeants à adopter des stratégies qu'ils ne retiendraient pas autrement, ce qui dégage de la valeur ;
- L'engagement actionnarial contribue enfin à améliorer la productivité¹⁹⁹, ce qui se constate par exemple dans l'amélioration des performances des unités de production des entreprises, en comparaison avec leurs homologues du secteur.

- Le capital humain : dans un autre travail, Alon Brav et ses coauteurs notent que, « l'intervention des activistes conduit à une réorganisation du capital humain »²⁰⁰. En clair, leur travail, qui porte sur l'investissement, montre que l'entreprise qui bénéficie de l'implication active de ses actionnaires réaffecte les chercheurs dont l'activité ne correspond pas à ses besoins de performance vers des postes où ils seront plus productifs.

200.Brav Alon, Wei Jiang, Song Ma, Xuan Tian, How does hedge fund activism reshape corporate innovation, Journal of finance economics, 2018

201.Brav Alon, Wei Jiang, Song Ma, Xuan Tian, How does hedge fund activism reshape corporate innovation, Journal of finance economics, 2018

Et si le « long-termisme » était aussi un problème ?

En 2019, deux chercheurs (l'un de l'université de Virginie et l'autre de l'université de Columbia) ont publié une étude qui s'intéresse, de façon originale et intéressante, aux effets potentiellement négatifs ... du long-termisme !

En voici le résumé :

« Un consensus émerge dans certaines communautés juridiques, commerciales et universitaires pour soutenir que les dirigeants d'entreprises subissent des pressions indues pour réaliser des gains à court terme, au détriment de perspectives à long terme supérieures. Les forces induisant la myopie managériale sont faciles à repérer, typiquement incarnées par les fonds activistes de Wall Street qui ont des appétits démesurés pour les bénéfices du trimestre suivant. Les mises en garde contre les dangers du « court terme » sont devenues si bien établies, en fait, qu'elles entraînent désormais des changements dans les pratiques courantes, les tribunaux, les régulateurs et les praticiens qui élaborent des contraintes juridiques et transactionnelles pour protéger les entreprises et les gestionnaires de l'influence des investisseurs à court terme. Cet article s'appuie sur des recherches universitaires et une série d'études de cas pour faire avancer la thèse selon laquelle la sagesse populaire émergente sur le court terme est imparfaite. Une littérature de plus en plus abondante dans le domaine de la finance comportementale et de la psychologie fournit aujourd'hui de bonnes raisons de conclure que les dirigeants d'entreprise sont souvent victimes d'un optimisme exagéré en ce qui concerne leurs propres projets à long terme. Nous illustrons plusieurs illustrations de tels préjugés à l'aide d'études de cas de trois grandes entreprises où les gestionnaires ont succombé à une forme de « long-termisme » dans leur propre gestion. Si rien n'est fait, le long-termisme peut imposer aux investisseurs des coûts substantiels qui sont tout aussi dommageables que le court-termisme. De plus, nous soutenons que le biais managérial en faveur du long terme éclaire le paradoxe qui fait persister celui en faveur du court-terme chez des acteurs financiers supposés sophistiqués : l'activisme des actionnaires, même s'il est sans ambiguïté myope, peut fournir un contrepoids au long-termisme managérial. Sans une compréhension plus précise de l'interaction entre les biais à court et à long terme, les décideurs publics devraient donc faire preuve de prudence avant d'adopter des réformes qui portent uniquement sur la moitié du problème ».

Michal Barzuza, Eric Talley, Long-term bias, ECGI, 2019

Encadré 8 – Et si le « long-termisme » était aussi un problème ?

Cet engagement en faveur du long terme, bénéfique à l'ensemble des actionnaires, pourrait au demeurant être déduit du succès des campagnes des activistes : minoritaires, ceux-ci ne peuvent pousser leurs recommandations que s'ils bénéficient du soutien d'une part suffisamment influente des autres actionnaires (voire majoritaire dans le cas des « proxy battles ») ; il leur est donc indispensable que ces partenaires soient convaincus des bénéfices à long terme des initiatives qu'ils soutiennent !

Une façon de constater un biais au détriment du long terme serait de relever des coupes brutales dans les investissements, poste de dépense destiné par excellence à préparer l'avenir. Or, ce n'est pas ce qui est observé, comme le synthétise une étude de 2018²⁰¹ :

- Dans les années qui suivent l'intervention d'un activiste, les dépenses en R&D

tendent, comme s'y attend la croyance populaire, à décroître ;

- Pour autant, l'innovation, elle, ne semble pas se tarir ! Au contraire, les entreprises cibles déposent plus de brevet (+15% trois à cinq ans après l'intervention) et leurs brevets sont plus régulièrement cités par la suite.

Il semble donc que la conséquence d'une intervention des activistes en matière d'investissement est plutôt de rendre plus efficace ce poste de dépenses ! Ceci s'explique par le fait que les entreprises ont tendance à reconcentrer leur portefeuille d'innovation pour favoriser des dépenses d'investissement technologique les plus productives au cœur de leurs activités.

L'engagement actif des actionnaires semble également accroître les performances des salariés : leur productivité augmente, alors que leurs horaires restent globalement stables (les résultats des travaux d'Alon Brav

202. Forbes, Hedge fund ValueAct capital's Valeant legacy, 6 juin 2016

203. Financial Times, The boardroom bust-up behind the worst day in Valeant's history, 16 mars 2016

204. New York Times, ValueAct pays a price for its supporting role at Valeant, 28 mars 2016

205. Wall Street Journal, Activists bark loudly with smaller bites, 16 septembre 2019

206. Alon Brav, Wei Jiang, Hyunseob Kim, The real effects of hedge fund activism : productivity, asset allocation, and industry concentration, Duke University working paper, 2013

L'engagement actif des investisseurs est-il toujours gagnant ?

L'engagement actionnarial contribue à créer de la valeur. Pourtant, il semble aisé de trouver des exemples d'acteurs qui se sont mal comportés ou ont contribué au contraire à détruire de la valeur. Les opposants d'une implication croissante des actionnaires n'hésitent d'ailleurs pas à brandir ces illustrations pour en faire des règles générales et discréditer l'ensemble du secteur.

Les études économiques sont cependant formelles : l'effet de l'activisme est positif...en moyenne. Car, évidemment, les analyses économiques ne garantissent pas que chaque intervention sera vertueuse : elles montrent que, dans leur ensemble, les opérations créent de la valeur – et comme chacun le sait, une moyenne peut être clairement positive tout en portant sur une suite qui inclut des valeurs négatives (par exemple, la moyenne de -2, 4 et 12 est de 4,67). Les échecs existent évidemment, mais en moyenne ces revers comptent moins que les succès.

L'aventure malheureuse du fonds ValueAct, dirigé par Jeffrey Ubben, dans Valeant l'a montré : l'entreprise pharmaceutique s'est révélée être un « désastre boursier »²⁰², son cours ayant chuté de 90% entre août 2015 et juin 2016 ! Et pour cause : elle avait annoncé faire face à un risque de défaut sur 30 milliards de dollars de dette, être l'objet d'enquêtes des autorités fédérales américaines et avoir réduit pour la deuxième fois en quelques mois ses prévisions de résultats annuels²⁰³ !

Les commentateurs et analystes ont activement débattu pour comprendre ce qui avait pu se passer. Dans les différents commentaires et articles, la responsabilité de ValueAct, présent au capital depuis 2006, a été clairement mise en cause : cela faisait d'ailleurs un moment que des observateurs critiquaient ses mauvais choix de gestion et en particulier ses méthodes de rémunération du PDG (excessivement liées aux performances boursières de l'entreprise).

Dans le New York Times, Andrew Ross Sorkin a ainsi considéré que ValueAct méritait « le crédit – et peut-être une grande dose de désapprobation, pour pratiquement tout ce qui est arrivé à l'entreprise au cours de la dernière décennie, en bien ou en mal »²⁰⁴.

Les mésaventures de Valeant ne sont qu'un exemple parmi d'autres. Elles rappellent qu'aucun opérateur économique n'est omniscient – aucun ne peut prévoir l'avenir. Elles montrent aussi que le marché rattrape toujours les opérateurs pour corriger leurs erreurs – parfois de façon douloureuse. Elles soulignent enfin ce qui a déjà été indiqué plus haut : le rôle des actionnaires les plus engagés est de servir d'aiguillon et de stimulant sur les marchés, en obligeant les dirigeants à interroger leurs choix stratégiques et les expliquer – cela ne signifie pas qu'ils ont systématiquement raison, mais ils ouvrent à chaque fois des opportunités de dialogue constructif²⁰⁵.

Encadré 9 – Les activistes réussissent-ils à tous les coups ?

et ses collègues montrent qu'en réalité, ils baissent de manière insignifiante) et que leurs salaires stagnent, indiquant, aussi, qu'ils sont soumis à une supervision plus stricte²⁰⁶.

3.3. De son côté, l'Etat, ne brille pas par ses performances d'investisseur

Il est courant, dans le débat public, d'opposer la prétendue obsession de court-terme

des marchés financiers à la sagesse de l'Etat. Lorsqu'une entreprise fait l'objet d'une campagne d'un fonds, il est ainsi habituel que quelques voix s'élèvent pour protester : « mais que fait l'Etat ? ».

Il semble dès lors d'autant plus important de regarder précisément comment, justement, se comporte en France l'Etat investisseur.

207. Carine Girard, Stephen Gates, Global drivers of and local resistance to French shareholder activism, Journal of applied corporate finance, 2014

208. Carine Girard, Stephen Gates, Global drivers of and local resistance to French shareholder activism, Journal of applied corporate finance, 2014

209. Carine Girard, Stephen Gates, Global drivers of and local resistance to French shareholder activism, Journal of applied corporate finance, 2014

210. Carine Girard, Stephen Gates, Global drivers of and local resistance to French shareholder activism, Journal of applied corporate finance, 2014

211. Nouha Ben Arfa, Daniel Labaronne, Activisme actionnarial des hedge funds – une étude exploratoire au sein des entreprises françaises, Revue française de gestion, 2016 ; Carine Girard, Stephen Gates, Global drivers of and local resistance to French shareholder activism, Journal of applied corporate finance, 2014

212. Carine Girard, Stephen Gates, Global drivers of and local resistance to French shareholder activism, Journal of applied corporate finance, 2014

213. Carine Girard, Stephen Gates, Global drivers of and local resistance to French shareholder activism, Journal of applied corporate finance, 2014. Elle reprend une expression de Christine Oliver, professeur à York

214. Francis Kramarz, David Thesmar, Social networks in the boardroom, Journal of the European economic association, 2013

3.3.1. Le recrutement est guidé par la proximité sociale

L'indépendance des conseils d'administration est un facteur clé d'une bonne gouvernance (il n'est pas le seul). Or, c'est un point faible majeur de la sphère publique.

En toute logique, le recul de la place de l'Etat dans l'économie aurait dû conduire les entreprises à gagner en indépendance vis-à-vis de lui. Cela n'est pas ce qui s'est réellement produit...

D'abord, les privatisations ont été faites de façon à mettre en œuvre de nombreuses participations croisées entre les acteurs privés et publics²⁰⁷, maintenant des liens très forts entre eux.

Ensuite, si le contexte a évolué depuis, le capital des « champions » français s'ouvrant à la diversité des investisseurs, l'influence maintenue des élites issues de l'administration sur le secteur privé a entretenu une très grande proximité sociale et intellectuelle, « un réseau social informel de dirigeants partageant les mêmes idées au sein des conseils d'administration de ces grandes entreprises »²⁰⁸.

Deux problèmes subsistent donc : la potentielle collusion entre le public et le privé d'une part, l'endogamie au sein du secteur privé d'autre part.

3.3.1.1. La collusion : la subsistance d'une proximité très forte entre Etat et entreprises

Les secteurs public et privé français entretiennent des liens très développés, qui vont au-delà des relations institutionnelles. Comme l'écrivent Carine Girard et Stephen Gates, « le gouvernement français travaille toujours de façon très proche avec l'élite des affaires et les syndicats français pour gérer à la fois les entreprises en particulier et l'économie en général »²⁰⁹.

Cette proximité La proximité entre les grandes entreprises et les pouvoirs publics conduit ceux-ci à s'immiscer régulièrement dans les grandes opérations industrielles nationales²¹⁰, notamment pour défendre les acteurs et dirigeants en place.

Les actionnaires en ont déjà été victimes :

- En 2006, lorsque Knight Vinke a critiqué les termes de la fusion entre GDF et Suez, le président de la République Jacques

Chirac est intervenu publiquement pour soutenir le rapprochement, conduisant le fonds à se retirer²¹¹ ;

- En 2008, deux fonds activistes (Centaurus et Pardus), qui détenaient 23% du capital d'Atos, ont souhaité proposer des résolutions leur permettant d'obtenir trois sièges d'administrateurs. Le management d'Atos, qui y était défavorable, a mobilisé ses relais politiques qui se sont publiquement exprimés contre l'opération²¹².

Carine Girard et Stephen Gates évoquent ainsi une stratégie de « manipulation » du politique²¹³.

3.3.1.2. L'endogamie : un constat partagé de difficile renouvellement des élites

Une proximité trop forte entre les pouvoirs publics et les grandes entreprises peut avoir pour effet de biaiser, de fait, une prise de décision parfaitement indépendante (positivement ou négativement, qu'elle soit de l'ordre des affaires ou de la politique).

Dans un papier désormais bien connu, Francis Kramarz et David Thesmar ont montré que les PDG ont, lorsqu'ils recrutent leurs managements, un biais qui les pousse à favoriser les membres de leur réseau de sociabilité²¹⁴. Ce biais est particulièrement marqué pour les hauts-fonctionnaires... Ainsi, « la proportion de diplômés de l'ENA siégeant au conseil d'administration des entreprises dirigées par des diplômés de l'ENA est beaucoup plus élevée que dans les autres entreprises ». Les conséquences ne sont pas nulles : « les entreprises dans lesquelles ces réseaux sont les plus actifs paient davantage leurs PDG, sont moins susceptibles de remplacer le PDG qui sous-performe et font des acquisitions qui créent moins de valeur ».

3.3.1.3. Les actionnaires doivent jouer un rôle de poil à gratter !

L'engagement actionnarial peut avoir pour effet bénéfique de favoriser l'indépendance des décisions des dirigeants d'entreprise, en contre balançant leurs intérêts propres par celui des actionnaires. Comme l'écrivent Caroline Ruella et Pierre Nollet dans un papier paru dans Le Monde en 2008, « l'activisme actionnarial rappelle que le conseil d'administration n'est pas un organe de complaisance, qu'il doit avoir une connais-

215. Augustin Landier, David Thesmar, *Le grand méchant marché*, Flammarion, 2007

216. Caroline Ruellan et Pierre Nollet, *L'activisme actionnarial doit être compris comme une opportunité pour nos entreprises*, *Le Monde*, 5 juin 2018

217. Agence des Participations de l'Etat : il s'agit du service du ministère des Finances chargé, comme son nom l'indique, de gérer les participations de l'Etat

218. *Cour des comptes*, *L'Etat actionnaire*, 2017

Le poids des « grands corps » de l'administration sur l'économie ne diminue pas

« Au cours des années 1990, certains piliers de l'architecture mise en place lors des privatisations se sont effondrés, sous les coups de boutoirs de certains outsiders particulièrement obstinés. Aujourd'hui, le réseau de participations croisées qui liaient les grandes entreprises françaises entre elles a presque totalement disparu, mettant certaines d'entre elles à la merci d'une OPA hostile de la part de groupes étrangers. Toutefois, il serait faux d'en déduire que le paysage du grand patronat français a complètement changé. Pour prendre un exemple, 11% des entreprises cotées en Bourse sur la période 1988-2002 ont à leur tête un ancien membre de la haute fonction publique. Ce sont évidemment les plus importantes, si bien que lorsqu'on pondère les entreprises par leur taille, on réalise que 63% des actifs des entreprises cotées en Bourse correspondent à des entreprises dirigées par d'anciens hauts fonctionnaires. Au lieu de diminuer au fur et à mesure que l'Etat se retirait de la vie économique, l'emprise des grands corps de l'Etat s'est renforcée sur les grands champions nationaux. La part des actifs correspondant à des firmes dirigées par d'anciens élèves de l'ENA est passée de moins de 30% en 1993 à plus de 50% en 2002 ».

Augustin Landier et David Thesmar, *Le grand méchant marché*, Flammarion, 2007

Encadré 10 – Le poids des « grands corps » de l'administration sur l'économie ne diminue pas²¹⁵

sance affinée de l'entreprise, qu'il doit également rendre des comptes, tant aux actionnaires qu'aux parties prenantes, qu'il est enfin et surtout la courroie de transmission entre l'investisseur actionnaire, le management et le PDG »²¹⁶.

3.3.2. Les entreprises dans lequel l'État détient des participations sous-performent le marché

Le bilan de l'État investisseur est loin d'être parfait.

La Cour des comptes notait ainsi dans un rapport de 2017 : « au 31 décembre 2016, la valeur du portefeuille coté des entreprises relevant de l'APE²¹⁷ s'élevait à 59,8 Md€, au lieu de 87,6 Md€ au 31 décembre 2010, soit une baisse de 29 %, contre une hausse de 28 % pour le CAC 40. Elle était de 151,2 Md€ au 31 décembre 2006, soit une diminution de 91,4 Md€, imputable pour une part seulement aux cessions de participations réalisées durant cette période : à périmètre constant, la baisse de valeur du portefeuille côté de l'APE est de 54 % entre fin 2006 et fin 2016. Au cours de cette période, la tendance du CAC 40 a égale-

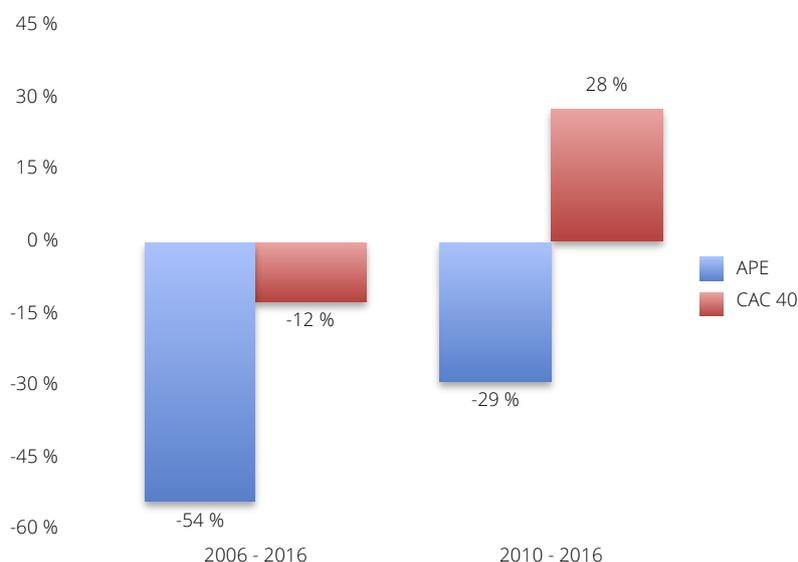


Figure 17 – L'évolution comparée des valorisations de l'Etat et du CAC 40 entre 2006 et 2016
Source : Cour des comptes²¹⁸

219.Cour des comptes, L'Etat actionnaire, 2017

220.« Les participations publiques minoritaires, présentes notamment dans la défense et l'aéronautique, l'industrie automobile ou les télécommunications, sont globalement en meilleure santé économique que les grandes entreprises détenues majoritairement ou exclusivement par l'État, dans les secteurs des transports, de l'énergie et de l'audiovisuel, dont la situation reste tendue »

221.Cour des comptes, L'Etat actionnaire, 2017

222.Cour des comptes, L'Etat actionnaire, 2017

223.Cour des comptes, L'Etat actionnaire, 2017 ; Institut Montaigne, L'impossible Etat actionnaire ?, 2017

224.Cour des comptes, L'Etat actionnaire, 2017

225.Cour des comptes, L'Etat et le financement de l'économie, 2012

226.Cour des comptes, L'Etat actionnaire, 2017

227.Cour des comptes, L'Etat et le financement de l'économie, 2012 : « En outre, certaines entreprises dont l'Etat est actionnaire, telles France Telecom SA et EDF, ont été amenées à verser, au titre de 2010, des dividendes supérieurs à leur bénéfice. En d'autres termes, elles ont dû reprendre des fonds propres afin de satisfaire la demande de leurs actionnaires. Le cas d'EDF est à cet égard particulièrement éclairant dans la mesure où cette entreprise, qui conduit par ailleurs d'importants investissements, a reversé au titre de l'exercice 2010 à ses actionnaires plus du double de son bénéfice net annuel »

228.Cour des comptes, Le budget de l'Etat en 2014, 2015 : « De nombreuses entreprises dont l'Etat est actionnaire (neuf entreprises sur douze des plus grandes entreprises suivies par l'Agence des participations de l'Etat) ont affiché en 2014 des taux de distribution des résultats plus élevés que la majorité des entreprises du CAC 40. Le niveau élevé des taux de distribution soulève le risque pour l'Etat de privilégier un rendement à court terme de ses participations au détriment, potentiellement, des intérêts de long terme des entreprises et des siens »

ment été baissière, mais dans une proportion bien moindre (- 12,3 %)»²¹⁹ ».

La Cour souligne plus loin que les entreprises dans lesquelles l'Etat est actionnaire minoritaire enregistre de meilleures performances que celles où il est majoritaire²²⁰. L'institution de contrôle est très explicite sur les raisons de cette différence : « lorsque l'Etat est minoritaire, il doit composer avec des actionnaires privés, qui constituent un contre-poids utile pour défendre l'intérêt social des entreprises, lesquelles sont alors moins direc-

tement industriel entre l'opérateur de transport britannique Arriva et Keolis) ;

- Excessivement intrusif dans la gestion de l'entreprise, par exemple en matière de relations sociales (liens avec les syndicats), contournant le management et lui retirant toute crédibilité interne.

3.3.4. Les exigences de l'Etat à l'égard de ses

Les taux de distribution des entreprises du périmètre de l'APE sont supérieurs à ceux du CAC 40 !



tement soumises aux contradictions de la puissance publique »²²¹.

Plus encore, les entreprises gérées par l'APE dans lesquelles l'Etat est majoritaire sont marquées par un endettement excessif. La Cour des comptes relève que leur endettement a augmenté de 63% entre 2007 et 2015, pour atteindre 150% de leurs capitaux propres ... contre 25% en moyenne pour les entreprises du CAC 40. La clé de cette situation se trouve, là aussi, dans l'absence d'incitation à une saine gestion : l'Etat « laisse d'autant plus les grandes entreprises publiques s'endetter à l'excès que leur dette n'est pas intégrée dans le calcul de la dette publique au sens du traité de Maastricht »²²².

3.3.3. L'Etat est défaillant dans le suivi de ses participations

L'intervention de l'Etat dans ses participations semble souffrir de sévères lacunes²²³. Son suivi se révèle ainsi :

- Plein de contradictions : non seulement il doit gérer des conflits d'intérêts entre ses participations (par exemple quand il est au capital d'Air France, d'Aéroports de Paris et d'Airbus), mais en outre les intérêts économiques de ces entreprises entrent parfois en conflit avec les intérêts politiques du Gouvernement et du pays (par exemple en 2010 quand la présidence de la République bloque, pour des raisons politiques, le rappro-

participations semblent excessives

Ce sera probablement une surprise pour beaucoup, mais l'Etat est un actionnaire bien plus gourmand en dividendes que ses homologues du CAC40²²⁴ !

Les taux de distribution des entreprises du périmètre de l'APE sont supérieurs à ceux du CAC 40 ! En 2012, la Cour des comptes pointait que, pour l'APE, le « taux de distribution enregistre une baisse, passant de 59,5 % au titre de l'exercice 2009 à 55,7 % au titre de l'exercice 2010, mais reste plus élevé que celui des sociétés du CAC 40 qui auraient distribué environ 50 % du résultat net à leurs actionnaires sur le même exercice »²²⁵. A tel point que « certaines entreprises ont été amenées à verser des dividendes supérieurs à leur bénéfice, ou à s'endetter pour les payer »²²⁶ ! En 2010, EDF avait ainsi reversé « à ses actionnaires plus du double de son bénéfice net annuel »²²⁷ !

En 2014, la Cour des comptes avait ainsi clairement pointé le court-termisme de l'Etat, lui reprochant d'agir au détriment non seulement de ses participations mais également de ses propres intérêts²²⁸.

Conclusion : « il ne faut toucher aux lois que d'une main tremblante »²²⁹

229. Montesquieu

230. Owen Walker, *Barbarians in the boardroom – activist investors and the battle for control of the world's most powerful companies*, FT Publishing, 2016

231. Rich Thomas, *L'activisme est un comportement d'investisseur*, Analyse financière n°68, 2018 : « l'activisme n'est plus une catégorie d'investisseurs, c'est un comportement d'investisseur que tous les actionnaires peuvent manifester dans une certaine mesure à un moment donné »

232. World Economic Forum, *What is shareholder activism and how should business respond ?*, 18 août 2017

233. Maurice Nussebaum, *L'impact de l'action des fonds activistes sur la valeur actionnariale*, La semaine juridique – entreprise et affaires, 2018

234. Lazard, *Review of shareholder activism – H1 2019, 2019*. Les statistiques portent sur des entreprises dont la capitalisation boursière est supérieure à 500 millions de dollars

L'actionnariat dynamique doit être encouragé

Paradoxalement, l'activisme comme sujet d'étude pourrait bien disparaître²³⁰ : plus le temps passe, plus ce terme qui pouvait s'appliquer hier à une catégorie d'acteurs semble désigner un comportement de suivi attentif et engagé des participations, propre à tous les actionnaires²³¹, à tel point que certains commentateurs parlent plutôt d'actionnariat dynamique (« dynamic shareholding »)²³². Comme l'écrit Maurice Nussebaum : « il s'agit de fonds qui font pression sur le management en place pour qu'il gère l'entreprise dans l'intérêt des actionnaires ce qui est en fait normal de tout actionnaire »²³³.

Plus que des acteurs à part, ils sont la quintessence de l'engagement actionnarial, porte-voix de la masse des actionnaires (et notamment de ceux qui n'ont pas leurs moyens d'analyse) et à certains égards même éclairés (un activiste ne peut réussir sans le soutien de ses partenaires).

Se diffusant, les stratégies les plus engagées se « banalisent » : de plus en plus d'actionnaires minoritaires se saisissent désormais de leur pouvoir pour faire entendre leur voix : de plus en plus de campagnes sont le fait d'acteurs économiques qui n'en avaient jamais menées auparavant. Les fonds plus « traditionnels » eux-mêmes adoptent de plus en plus ces stratégies²³⁴.

Les raisons de cette généralisation sont simples et connues :

- L'activisme rend le pouvoir aux actionnaires, face à des dirigeants qui ont parfois eu tendance à se l'accaparer : il ravive la démocratie actionnariale ;
- L'activisme est efficace : il crée de la valeur à court et long termes pour les actionnaires et les entreprises.

Il faut comprendre les résistances des dirigeants qui en sont la cible : personne n'aime se voir soudainement proposer de

changer sa vision des choses, surtout quand la personne qui vous soumet l'avis n'y a pas été nécessairement invitée. Mais la vie des affaires est ainsi faite qu'il vaut mieux entendre un commentaire divergent et le prendre en compte pour s'adapter que prendre le risque de s'enfermer, « droit dans ses bottes » dans une voie qui pourrait être une impasse ou, plus simplement, qui n'est pas la plus efficace vers la performance – surtout lorsque les recommandations sont formulées par les propriétaires de l'entreprise qui vous emploie !

Les activistes sont ainsi un « poil à gratter » de l'économie contemporaine. Ils piquent un peu parfois, mais ils font bouger les lignes et obligent revoir les perspectives prédéfinies.

La recherche de rente doit être combattue

C'est avec ces conclusions, robustes, supportées par la recherche académique, que le législateur doit se pencher sur le sujet de l'activisme. Sa préoccupation doit être celle de l'efficacité économique. Il prend le risque autrement non seulement d'entretenir des rentes mais en outre de nuire aux entreprises françaises.

Entretenir des rentes parce qu'en protégeant les dirigeants de la pression de leurs actionnaires, il contribuera à l'érection d'un mur les entourant, les enfermant dans une forteresse où ils ne pourront plus être atteints. Or, qui n'est plus stimulé finit, un jour ou l'autre, par s'endormir.

Nuire aux entreprises françaises ensuite pour deux raisons. D'abord, parce qu'en suscitant une forme de rente, il ne fera pas disparaître miraculeusement les raisons qui faisaient des entreprises des cibles potentielles des activistes. Pire, il permettra d'éviter l'indispensable confrontation à la réalité de leurs faiblesses. Or, des entreprises moins performantes, ce sont des emplois perdus,

235. Lazard, Review of shareholder activism – H1 2019, 2019. Les statistiques portent sur des entreprises dont la capitalisation boursière est supérieure à 500 millions de dollars

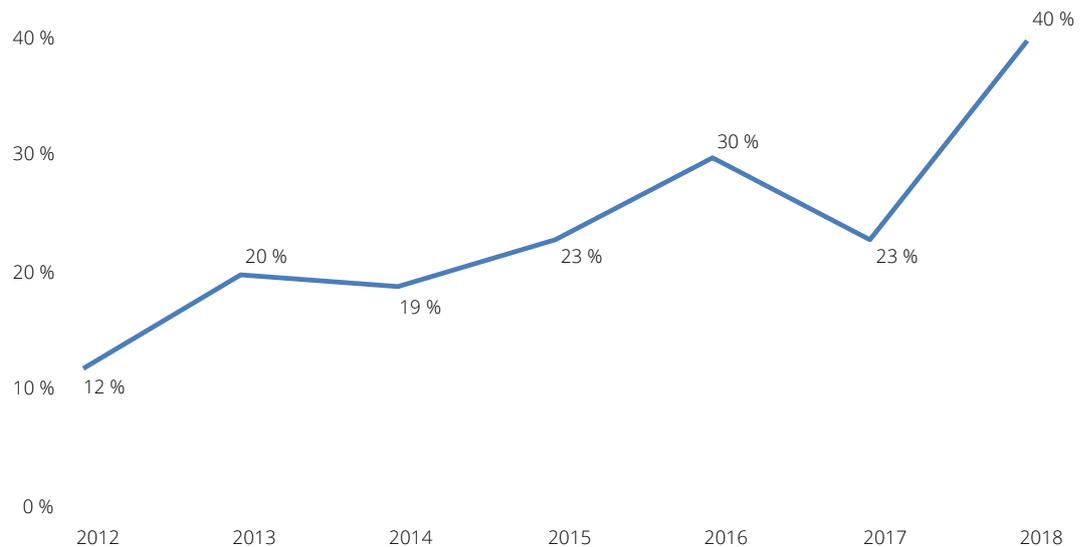


Figure 18 – Part des campagnes d'activistes qui étaient des « premières fois », par année
Source : Lazard²³⁵

des impôts non perçus, du pouvoir d'achat non distribué, de la richesse détruite. La France se sera peut-être donnée l'illusion de préserver un ou deux « champions nationaux », cédant aux pressions de leur management et ignorant probablement leurs réelles fragilités, mais ce sera de façon coûteuse pour la collectivité et inefficace pour les entreprises : en l'absence de stimulation et d'amélioration de leurs performances, elles descendront vite du podium.

Ensuite, parce qu'en restreignant le droit des actionnaires minoritaires, il contribuera à affaiblir les principes de bonne gouvernance en France, alors même que le pays a souffert d'une image plutôt négative en la matière.

que d'être traduites dans des normes rigides ou souples dont les effets pourraient être, même involontairement, négatifs pour l'économie française.

La finance est notre amie

Envoyer le signal, aujourd'hui, que la France se défie des acteurs financiers les plus dynamiques, alors même qu'ils créent de la richesse, serait particulièrement inopportun. Outre-manche, le Royaume-Uni est empêtré dans le Brexit. Pour de nombreux acteurs économiques, c'est un facteur de doute, donc de risque. S'il s'accroît ou, plus simplement, dure encore, la France aura encore plus une carte à jouer pour attirer vers elle tous ceux que le bazar juridique répugne. Ce n'est donc vraiment pas le moment de prendre le risque de leur faire peur ! A ce titre, les propositions de la mission parlementaire présentées fin octobre doivent être reçues avec une circonspection prudente et évaluées par des organismes indépendants – et académiques, avant

Annexe n°1 – Q&A

236. Alon Brav, Wei Jiang, Hyunseob Kim, The real effects of hedge fund activism : productivity, asset allocation, and industry concentration, Duke University working paper, 2013

237. Lucian Bebchuk, Alon Brav, Wei Jiang, The long-term effects of hedge fund activism, NBER, 2015

238. Michel Albouy, Clément Decante, Aurélien Mauro, Pauline Studer, L'impact des actionnaires activistes sur les performances à court, moyen et long terme des entreprises européennes, Finance, contrôle, stratégie, 2017. L'activisme européen étant moins développé, l'étude porte sur 23 sociétés entre 2000 et 2008

239. Alon Brav, Wei Jiang, Hyunseob Kim, The real effects of hedge fund activism : productivity, asset allocation, and industry concentration, Duke University working paper, 2013 ; Siwen Chen, Emilie Feldman, Activist-impelled divestitures and shareholder value, Strategy management journal, 2018.

240. Alon Brav, Wei Jiang, Hyunseob Kim, The real effects of hedge fund activism : productivity, asset allocation, and industry concentration, Duke University working paper, 2013

241. Brav Alon, Wei Jiang, Song Ma, Xuan Tian, How does hedge fund activism reshape corporate innovation, Journal of finance economics, 2018

242. Brav Alon, Wei Jiang, Song Ma, Xuan Tian, How does hedge fund activism reshape corporate innovation, Journal of finance economics, 2018

Idée reçue n°1 – Les activistes privilégient le court terme sur le long terme

L'activisme est un terme en pleine évolution : utilisé hier pour désigner une catégorie d'acteurs, il correspond aujourd'hui de plus en plus à un ensemble de stratégies partagées par l'ensemble des actionnaires sur les marchés financiers. L'activisme, c'est ainsi un comportement d'actionnaire qui, parce qu'il a investi et est une propriétaire de l'entreprise, entend légitimement valoriser au mieux ses participants, n'hésitant pas à interroger le management quand il le juge nécessaire.

Les activistes sont généralement accusés de n'avoir qu'une vision de court terme : on leur reproche de lancer une campagne pour faire varier les cours de bourse et ressortir rapidement en empochant une plus-value, sans se soucier ni des conséquences de leurs actions, ni du devenir à long-terme des sociétés dans lesquelles ils acquièrent des parts.

Cette question est si controversée qu'elle a suscité une recherche académique assez abondante. Celle-ci apporte deux conclusions claires :

A court-terme, les activistes créent de la valeur pour les actionnaires leurs interventions s'accompagnent d'une évolution positive du cours de l'action comprise entre 5 et 10% selon les études²³⁶.

A long-terme, les activistes créent également de la valeur :

- L'étude de référence en la matière²³⁷, qui analyse environ 2 000 interventions d'activistes entre 1994 et 2007, montre :
 - Que les résultats opérationnels des entreprises ciblées s'améliorent, en moyenne, au moins pendant 5 ans ;
 - Que le gain boursier de court terme ne disparaît pas, y compris pendant

cette même période de cinq années ;

- Que ces deux précédentes conclusions sont vérifiées même lorsque l'analyse ne porte que sur les interventions hostiles des activistes.
- Une étude semblable réalisée uniquement sur les cas européens²³⁸ parvient à une conclusion identique : la thèse court-termiste n'est pas fondée. Au contraire, « l'ensemble des indicateurs de performances s'améliorent au cours des 5 années suivant l'intervention ». Ainsi, l'étude « démontre une amélioration des performances opérationnelles à long terme » ;

Concrètement, l'engagement actionnarial a une action positive :

- Sur le capital industriel :
 - Il permet de mieux allouer le capital, en l'orientant vers les dirigeants qui sauront le mieux le valoriser (éventuellement hors de l'entreprise en le vendant)²³⁹ ;
 - Il améliore la productivité de ses cibles, dont les performances croissent après son intervention²⁴⁰ ;
 - Sur la qualité de l'investissement²⁴¹ : si les dépenses en volume baissent après l'intervention des activistes, l'innovation, elle se renforce. Les entreprises cibles déposent plus de brevet (+15% trois à cinq ans après l'intervention) et leurs brevets sont plus régulièrement cités .
- Sur le capital humain²⁴², qu'il alloue au mieux en réaffectant les chercheurs aux postes où ils seront plus productifs.

Ce sont précisément ces atouts qui permettent aux activistes d'emporter la conviction des autres actionnaires pour porter leurs recommandations. Seuls, ils ne peuvent réussir : l'adhésion de partenaires divers est une preuve que leur contribution est positivement appréciée sur les marchés.

243. Nickolay Gantchev, Oleg Gredil, Chotibhak Jotikasthira, Governance under the gun : spillover effects of hedge fund activism, Review of finance, 2018

244. Alon Brav, Wei Jiang, Hyunseob Kim, The real effects of hedge fund activism : productivity, asset allocation, and industry concentration, Duke University working paper, 2013 ; Siwen Chen, Emilie Feldman, Activist-impelled divestitures and shareholder value, Strategy management journal, 2018.

245. SquareWell Partners, Active managers & activism, 2019

246. Rich Thomas, L'activisme est un comportement d'investisseur, Analyse financière n°68, 2018 : « l'activisme n'est plus une catégorie d'investisseurs, c'est un comportement d'investisseur que tous les actionnaires peuvent manifester dans une certaine mesure à un moment donné »

247. Maurice Nussebaum, L'impact de l'action des fonds activistes sur la valeur actionnariale, La semaine juridique - entreprise et affaires, 2018

248. « Utiliser des tactiques d'activistes pour forcer les entreprises à agir sur les questions de développement durable est un moyen efficace de faire avancer le programme de développement durable » (trad. auteur) ; Luc Hoffmann Institute, Exploring the impacts of shareholder activism on sustainability, 2018

L'engagement actif des actionnaires est-il toujours gagnant ?

Il semble aisé de trouver des exemples d'activistes qui se sont mal comportés ou ont contribué à détruire de la valeur. Leurs opposants n'hésitent d'ailleurs pas à brandir ces illustrations (comme l'échec cuisant de ValueAct avec Valeant) pour en faire des règles générales et discréditer l'ensemble du secteur ! Les études économiques sont cependant formelles : leur effet est positif...en moyenne. Car, évidemment, les analyses économiques ne garantissent pas que chaque intervention d'un activiste sera vertueuse.

Encadré 11 - Les activistes réussissent-ils à tous les coups ?

En outre, l'activisme produit des externalités positives : la menace d'une intervention conduit les entreprises non ciblées à challenger leurs propres stratégies et performances pour s'améliorer²⁴³. C'est au fond une stratégie classique : pour anticiper les actions de son adversaire, il faut se mettre à sa place !

— Conclusions :

Les activistes ont une action positive sur la création de valeur à court et long termes. D'ailleurs, quand ils interviennent, c'est en ralliant d'autres actionnaires à leur cause, précisément parce qu'ils croient au potentiel de l'entreprise ciblée de créer de la valeur supplémentaire !

Ils « remplissent une fonction importante de gouvernance externe » en incitant les dirigeants à adopter des stratégies qu'ils ne retiendraient pas autrement, ce qui dégage de la valeur pour les actionnaires²⁴⁴.

Ils disciplinent le marché en incitant toutes les entreprises à améliorer leurs performances.

Cela explique certainement que, de manière générale, les investisseurs reconnaissent les qualités des activistes : 87% d'entre eux estiment ainsi qu'ils ont un rôle positif²⁴⁵.

Idée reçue n°2 – L'activisme nuit aux préoccupations sociales et environnementales

L'activisme est un terme en pleine évolution : utilisé hier pour désigner une catégorie d'acteurs, il correspond aujourd'hui de plus en plus à un ensemble de stratégies partagées

par l'ensemble des actionnaires sur les marchés financiers. L'activisme, c'est ainsi un comportement d'actionnaire qui, parce qu'il a investi et est une propriétaire de l'entreprise, entend légitimement valoriser au mieux ses participants, n'hésitant pas à interroger le management quand il le juge nécessaire.

L'activisme est un comportement d'investisseur normal²⁴⁶, qui suit le management et, le cas échéant, fait pression sur lui pour qu'il gère l'entreprise dans ce qu'il considère être son intérêt²⁴⁷.

Cet intérêt peut être défini de plusieurs façons : il existe ainsi un activisme social et environnemental très dynamique (et ancien) qui peut prendre deux formes :

- Un engagement à vocation sociale et/ou environnementale : ce sont des acteurs qui prennent des positions minoritaires dans des sociétés dans le but de pousser des revendications et d'obtenir des modifications de comportement en faveur du développement social et/ou environnemental ;
- Aux Etats-Unis, c'est le cas par exemple de syndicats de salariés²⁴⁸ et ce n'est pas neuf : en 1949, le syndicat des employés de la téléphonie avait acquis une part du capital d'AT&T dans l'objectif de peser sur ses décisions.
- Une implication financière « classique », qui inclut des préoccupations sociales et/ou environnementales dans ses critères d'évaluation car ceux-ci contribuent, aujourd'hui, à créer de la valeur et générer du profit. En voici deux exemples :
 - CalSTRS a exigé qu'Apple apporte une réponse aux préoccupations d'usage excessif des écrans par les plus jeunes ;
 - En Allemagne, les actionnaires du groupe Bayer ont voté contre la stratégie qui a été proposée, pour protester contre le rapprochement avec Monsanto²⁴⁹ : ils ont considéré

249. Les Echos, Les fusions-acquisitions aiguissent l'appétit des activistes, 10 juillet 2019

250. JP Morgan, The 2018 proxy season, 2018

251. Michel Albouy, Clément Decante, Aurélien Mauro, Pauline Studer, L'impact des actionnaires activistes sur les performances à court, moyen et long terme des entreprises européennes, Finance, contrôle, stratégie, 2017 ; Carine Girard, Stephen Gates, Global drivers of and local resistance to French shareholder activism, Journal of applied corporate finance, 2014

252. Nouha Ben Arfa, Daniel Labaronne, Activisme actionnarial des hedge funds – une étude exploratoire au sein des entreprises françaises, Revue française de gestion, 2016 ; Carine Girard, Stephen Gates, Global drivers of and local resistance to French shareholder activism, Journal of applied corporate finance, 2014

253. Loi n°2001-420 relative aux nouvelles réglementations économiques

254. Loi n°2003-706 du 1er août 2003 de sécurité financière

255. Carole Uzan, « La montée en puissance des actionnaires : le droit à l'épreuve des pratiques de marché et de l'activisme actionnarial », AMF, 2007

256. Ordonnance n°2010-1511 du 9 décembre 2010 portant transposition de la directive 2007/36/CE du 11 juillet 2007 concernant l'exercice de certains droits des actionnaires des sociétés cotées, complétée par le décret n°2010-1619 du 23 décembre 2010 relatif aux droits des actionnaires de sociétés cotées

257. Loi n°2016-1691 du 9 décembre 2016 relative à la transparence, à la lutte contre la corruption et à la modernisation de la vie économique

258. AMF, Les régimes européens et français du « say on pay » (LIÉN), 28 avril 2017

259. AFEP-MEDEF, Code de gouvernement des entreprises (révisé en juin 2018)

260. Parmi les considérants, la directive explique qu'« il apparaît clairement que, souvent, les investisseurs institutionnels et les gestionnaires d'actifs ne suivent pas suffisamment les sociétés détenues et ne s'y engagent pas assez » ; Directive (UE) 2017/828 du Parlement européen et du Conseil du 17 mai 2017 modifiant la directive 2007/36/CE en vue de pro-

que la présentation qui leur avait été faite sous-estimait les risques liés au glyphosate.

En 2018, la banque d'affaires JP Morgan notait ainsi que les sujets de responsabilité « environnementale, sociale et de gouvernance sont de plus en plus importants » pour les activistes²⁵⁰.

— Conclusions :

Certains actionnaires, particulièrement engagés dans le suivi de leurs participations, se consacrent exclusivement à la promotion, dans les sociétés où ils détiennent des participations, de revendications sociales et/ou environnementales : détenir une part du capital d'une société reste une façon efficace d'influencer ses pratiques.

Les investisseurs intègrent de plus en plus les préoccupations sociales et/ou environnementales dans leurs critères d'évaluation de performance.

Idée reçue n°3 – L'activisme est la transposition de méthodes anglo-saxonnes brutales qui ne sont pas appropriées à la culture des affaires en France

L'activisme est un terme en pleine évolution : utilisé hier pour désigner une catégorie d'acteurs, il correspond aujourd'hui de plus en plus à un ensemble de stratégies partagées par l'ensemble des actionnaires sur les marchés financiers. L'activisme, c'est ainsi un comportement d'actionnaire qui, parce qu'il a investi et est une propriétaire de l'entreprise, entend légitimement valoriser au mieux ses participants, n'hésitant pas à interroger le management quand il le juge nécessaire.

Dans notre économie globale, mondiale, il devient difficile de seulement faire référence aux méthodes « anglo-saxonnes » : les groupes chinois, par exemple, y ont largement recours.

La culture des affaires européennes est réputée traditionnellement moins protectrice des droits des actionnaires²⁵¹. Pour autant, s'inscrivant dans un mouvement de démocratisation de l'économie de marché, le droit français a évolué récemment, pour les promouvoir plus efficacement, notamment grâce aux textes suivants²⁵² :

– La loi « nouvelles réglementations économiques » de 2001²⁵³ a notamment abaissé le seuil permettant aux actionnaires minoritaires d'exercer un certain nombre de droits ;

– La loi de sécurité financière de 2003²⁵⁴ a posé le principe selon lequel les sociétés de gestion doivent voter « dans l'intérêt exclusif des actionnaires ou des porteurs de parts » ou à défaut expliquer leur vote²⁵⁵ ;

– Une ordonnance de 2010²⁵⁶ a ouvert des droits renforcés en faveur des actionnaires : droit de demander l'inscription de points à l'ordre du jour ; principe d'une réponse aux questions écrites des actionnaires ; possibilité de donner mandat de représentation à toute personne physique ou morale ;

– La loi « Sapin 2 »²⁵⁷ a accordé aux actionnaires un droit de vote sur la rémunération des dirigeants des sociétés cotées (« say on pay »)²⁵⁸.

Le code AFEP-MEDEF²⁵⁹, par lequel les deux associations d'entreprises définissent des règles de bonne gouvernance, contient des recommandations du même ordre (par exemple sur le « say on pay »).

Ce mouvement n'est manifestement pas constant, mais il semble reposer sur une tendance forte.

Au niveau de l'Union européenne, l'adoption de la directive de 2017 sur les droits des actionnaires²⁶⁰, transposée en droit français par la loi « PACTE »²⁶¹, promeut leur meilleure information dans le but d'encourager leur participation aux votes des assemblées générales sur des sujets importants comme la rémunération des dirigeants. Elle encourage également une meilleure transparence des actionnaires (en favorisant leur identification) et de divers intervenants sur les marchés (investisseurs institutionnels, gestionnaires d'actifs, agences de conseil en vote, etc.).

En outre, l'activisme se déploie en France :

– A travers des campagnes d'activistes étrangers, par exemple en 2019 auprès de sociétés comme Lagardère, Latécoère, Pernod Ricard, Renault, Scor ;

– A travers la structuration de fonds français, comme CIAM, qui est le plus connu aujourd'hui.

mouvoir l'engagement à long terme des actionnaires

261. Loi n°2019-486 du 22 mai 2019 relative à la croissance et la transformation des entreprises

262. Les Echos, 13 décembre 2018, La France, le pays qui résiste aux activistes

263. JP Morgan, The 2018 proxy season, 2018

— Conclusions

L'activisme est adapté à la culture des affaires françaises en ce qu'il promeut les droits des actionnaires, mêmes minoritaires.

Le droit français a développé ces dernières années des garanties en faveur du droit des actionnaires.

Les activistes se déploient en France et il existe même des activistes français !

Idée reçue n°4 – Les activistes sont des requins de la finance qui agissent seuls et contre tous

L'activisme est un terme en pleine évolution : utilisé hier pour désigner une catégorie d'acteurs, il correspond aujourd'hui de plus en plus à un ensemble de stratégies partagées par l'ensemble des actionnaires sur les marchés financiers. L'activisme, c'est ainsi un comportement d'actionnaire qui, parce qu'il a investi et est une propriétaire de l'entreprise, entend légitimement valoriser au mieux ses participants, n'hésitant pas à interroger le management quand il le juge nécessaire.

Par définition, les activistes sont des actionnaires minoritaires des sociétés. Ils ne peuvent donc réussir leurs campagnes sans alliés. Ceux-ci peuvent être de deux ordres :

- Soit le management de l'entreprise ciblée, s'il comprend qu'il peut travailler avec ses investisseurs à améliorer les performances de l'entreprise (et de nombreuses prises de participation ouvrent sur des discussions de ce type) ;
- Soit les activistes nouent des alliances avec d'autres actionnaires qui accueillent favorablement leurs propositions parce qu'ils croient à leurs effets positifs à long terme et précisément parce qu'ils ne sont probablement pas satisfaits du management en place. Il peut s'agir par exemple d'investisseurs institutionnels. Par exemple, en France, récemment, le groupe français Latécoère en a fait l'expérience quand il a été la cible du fond Sterling Strategic Value, associé (et c'était une nouveauté) avec un investisseur traditionnel : la société de gestion Financière de l'Echiquier²⁶² ;

Les activistes constituent également des alliances entre eux : en 2018, 13% des entreprises cibles (dont la valorisation dépasse 10 milliards de dollars) avaient été l'objet d'une campagne de plusieurs activistes à la fois, contre 9% en 2017 et 6% en 2016²⁶³.

— Conclusions :

Les activistes ne peuvent réussir leurs campagnes qu'avec le soutien d'autres actionnaires. Ce sont donc des actions collectives.

Les dirigeants des sociétés ciblées ont intérêt à considérer les activistes comme des partenaires chargés de les stimuler pour accroître leurs performances, plutôt que comme des adversaires (et le font d'ailleurs).

Idée reçue n°5 – Les activistes poussent généralement à démanteler de façon injustifiée des champions économiques

L'activisme est un terme en pleine évolution : utilisé hier pour désigner une catégorie d'acteurs, il correspond aujourd'hui de plus en plus à un ensemble de stratégies partagées par l'ensemble des actionnaires sur les marchés financiers. L'activisme, c'est ainsi un comportement d'actionnaire qui, parce qu'il a investi et est un propriétaire de l'entreprise, entend légitimement valoriser au mieux ses participations, n'hésitant pas à interroger le management quand il le juge nécessaire.

Les activistes interviennent dès lors qu'ils considèrent qu'il est possible de mieux valoriser les actifs d'une société. Cela peut impliquer par exemple – mais pas nécessairement, loin de là, une restructuration de ces actifs et éventuellement des cessions.

La valeur d'une entreprise ne peut être appréciée uniquement par sa taille : parfois, les différentes composantes d'une société seront mieux valorisées si elles sont séparées. Elles seront alors plus performantes et créeront plus de richesse.

C'est précisément ce qu'encouragent les activistes :

- D'abord, ils accroissent la valeur à court et long termes des sociétés dans lesquelles ils investissent (voir plus haut) ;

264. Alon Brav, Wei Jiang, Hyunseob Kim, The real effects of hedge fund activism : productivity, asset allocation, and industry concentration, Duke University working paper, 2013 ; Siwen Chen, Emilie Feldman, Activist-impelled divestitures and shareholder value, Strategy management journal, 2018. L'étude porte sur les cessions réalisées par les entreprises du Fortune 500 entre 2007 et 2015

- Ensuite, lorsqu'ils revendent certaines parties d'une société, ces entités revendues enregistrent de meilleures performances ! Les travaux académiques montrent que les cessions réalisées sous la pression des activistes créent plus de valeur à long-terme (2 ans au moins) pour les actionnaires que celles décidées par le management²⁶⁴.

— **Conclusions :**

La mission des activistes est d'allouer le capital de la façon la plus efficace possible. Cela peut impliquer parfois des cessions d'actifs qui se retrouvent être bénéfiques pour l'entité qui cède comme pour l'entité cédée.

Annexe n°2 – Sources

Articles

Michel Albouy, Alain Schatt, *Activisme et proxy fight – quand les actionnaires déclarent la guerre au management*, Revue française de gestion, 2009

Michel Albouy, Alain Schatt, *les prises de contrôle par les actionnaires contestataires : le cas André*, Finance, contrôle, stratégie, 2004

Michel Albouy, Clément Decante, Aurélien Mauro, Pauline Studer, *L'impact des actionnaires activistes sur les performances à court, moyen et long terme des entreprises européennes*, Finance, contrôle, stratégie, 2017

Tristan Auvray, *L'évolution de l'actionnariat en France : 1977 – 2017*, Revue d'économie financière, 2018

Michal Barzuza, Eric Talley, *Long-term bias*, ECGI, 2019

Lucian Bebchuk, Alon Brav, Wei Jiang, *Dancing with activists*, ECGI, 2019

Lucian Bebchuk, Alon Brav, Wei Jiang, *The long-term effects of hedge fund activism*, NBER, 2015

Lucian Bebchuk, Alma Cohen, Scott Hirst, *The agency problems of institutional investors*, Journal of economic perspective, 2017

Lucian Bebchuk, Scott Hirst, *The specter of the giant three*, ECGI, 2019

Marco Becht, Julian Franks, Jeremy Grant, *Hedge fund activism in Europe*, ECGI, 2010

Marco Becht, Julian Franks, Jeremy Grant, Hannes Wagner, *Returns to hedge fund activism : an international study*, ECGI, 2017

Nouha Ben Arfa, Daniel Labaronne, *Activisme actionnarial des hedge funds – une étude exploration au sein des entreprises françaises*, Revue française de gestion, 2016

Véronique Bessière, Michael Kaestner, *Hedge fund activism : insights from a French clinical study*, Applied finance economics, 2011

Barbara Bliss, Peter Molk, Frank Partnoy, *Negative activism*, Washington University Law Review (à paraître)

Alon Brav, Wei Jiang, Hyunseob Kim, *The real effects of hedge fund activism : productivity, asset allocation, and industry concentration*, Duke University working paper, 2013

Alon Brav, Wei Jiang, Hyunseob Kim, *Recent advances in research on hedge fund activism : value creation and identification*, Review of financial economics, 2015

Alon Brav, Wei Jiang, Frank Partnoy, Randall Thomas, *Hedge fund activism, corporate governance, and firm performance*, The journal of finance, 2008

Alon Brav, Wei Jiang, Song Ma, Xuan Tian, *How does hedge fund activism reshape corporate innovation*, Journal of finance economics, 2018

Patricia Charléty, *L'activisme actionnarial dans l'assemblée générale : quels bénéfices pour les actionnaires et les entreprises ?*, Revue d'économie financière, 2018

Siwen Chen, Emilie Feldman, *Activist-impelled divestitures and shareholder value*, Strategy management journal, 2018

Monique Dagnaud, *Le modèle californien*, Odile Jacob, 2016

Jean-Jacques Daigre, *Loi PACTE : ni excès d'honneur, ni excès d'indignité*, Bulletin Joly Sociétés, 1er janvier 2018

Matthew Denes, Jonathan Karpoff, Victoria McWilliams, *Thirty years of shareholder activism : a survey of empirical research*, Journal of corporate finance, 2016

Ed DeHaan, David Larcker, Charles McClure, *Long term economic consequences of hedge fund activist interventions*, ECGI, 2018

Arnaud Deppen, De la démocratie en finance?, Regards croisés sur l'économie, 2008

Antoine Frérot, Revoir les droits et les devoirs des parties prenantes, Revue d'économie financière, 2018

Walter Frick, The case for activist investors, Harvard Business Review, 2016

Carine Girard, Stephen Gates, Global drivers of and local resistance to French shareholder activism, Journal of applied corporate finance, 2014

Peter Harbula, The ownership structure, governance and performance of French companies, Journal of applied corporate finance, 2007

Oliver Hart, Luigi Zingales, Companies should maximize shareholder welfare not market value, Journal of law, finance and accounting, 2017

Michael Jensen, William Meckling, Theory of the firm : managerial behavior, agency costs, and capital structure, Journal of financial economics, 1976

Francis Kramarz, David Thesmar, Social networks in the boardroom, Journal of the European economic association, 2013

Paul Leinward, Aaron Gilcrest, Why top management should listen to activist investors, Harvard Business Review, 2016

Nickolay Gantchev, Oleg Gredil, Chotihak Jotikasthira, Governance under the gun : spillover effects of hedge fund activism, Review of finance, 2018

Maria Goranova, Lori Versteegen Ryan, Shareholder activism : a multidisciplinary review, Journal of management, 2014

Bertrand Jacquillat, Hedge funds et private equity : leur apport à la gouvernance des entreprises cotées, Cahiers du cercle des économistes, 2009

Doron Levit, Soft shareholder activism, Review of financial studies, 2019

Laurence Loubieres, Activisme actionnarial : le grain de sable peut-il enrayer la machine ?, Projet, 2014

Donald Mackenzie, Comment fonctionne un hedge fund, Le Débat, Gallimard, 2009

Roger Martin, Activist hedge funds aren't good for companies or investors, so why do they exist ?, Harvard Business Review, 2018

Frank Partnoy, Steven Davidoff Salomon, What CEOs get wrong about activist investors, Harvard Business Review, 2018

Olivier Pastré, Fonds, fonds, fonds, les très grosses marionnettes, Cahiers du cercle des économistes, PUF, 2009

Caspar Rose, The new European shareholder rights directive : removing barriers and creating opportunities for more shareholder activism and democracy, Journal of managerial government, 2010

Konstantinos Stathopoulos, Georgios Voulgaris, The importance of shareholder activism : the case of say-on-pay, Corporate governance, 2016

Rich Thomas, L'activisme est un comportement d'investisseur, Analyse financière n°68, 2018

Rapports et études

Activist Insight, Shareholder activism in H1 2019, 2019

Amundi, Shareholder activism : why should investors care ?, 2018

Bain & Company, Agitators and reformers : how to respond to activist investors, 2015

Banque Mondiale, Rapport 2018 sur la pauvreté et la prospérité partagée – compléter le puzzle de la pauvreté – aperçu, 2018

BCG, Winning moves in the age of shareholder activism, 2015

CMS, Shareholder activism, a European perspective, 2017

Deloitte, Soyez votre propre activiste – développer l'état d'esprit d'un fonds activiste, 2019

Droit & Croissance, Pour une véritable gouvernance d'entreprise en France – réflexions sur l'activisme actionnarial, 2019

Evercore, The effect of shareholder activism on corporate strategy, 2016

Fondation pour l'innovation politique, Démocraties sous tension – une enquête planétaire, 2019

Lazard, Review of shareholder activism – H1 2019, 2019

Lazard, 2018 review of shareholder activism, 2019

Luc Hoffmann Institute, Exploring the impacts of shareholder activism on sustainability, 2018

JP Morgan, The 2018 proxy season, 2018

McKinsey&Company, McKinsey special collection – activist investors, 2017

PWC, Shareholder activism. Who, what, when and how ?, 2015

SquareWell Partners, Active managers & activism, 2019

Ouvrages

Jean-Marc Daniel, L'Etat de connivence, Odile Jacob, 2014

Pierre-Yves Gomez, La gouvernance d'entreprise, Que sais-je ? – PUF, 2018

Benjamin Graham, L'investisseur intelligent, Valor, 2018

Jeff Gramm, Dear chairman – boardroom battles and the rise of shareholder activism, Harper Business, 2016

Jacques Heers, La naissance du capitalisme au Moyen Âge, Tempus Perrin, 2014

Bertrand Jacquillat, Les 100 mots de la finance, PUF, 2018

Augustin Landier, David Thesmar, Le grand méchant marché, Flammarion, 2007

Patrick Sayer, Maxime de Bentzmann, Les 100 mots du capital-investissement, Que sais-je ? – PUF, 2013

Henri Sée, Les origines du capitalisme moderne, Armand Colin, 1926

Owen Walker, Barbarians in the boardroom – activist investors and the battle for

control of the world's most powerful companies, FT Publishing, 2016

Peter Wirtz, Les meilleures pratiques de gouvernance d'entreprise, Repères – La découverte, 2008

Crédits

— **Mise en page : Gwenaël Bony**

— **Illustrations :**

- Couverture : Photo de Marcos Luiz, issue du site Unsplash
- Bandeau à propos : Nick Iliasov, issue du site Unsplash
- Bandeau partie 1 : Photo de Wesley Tingey, issue du site Unsplash
- Bandeau partie 2 : Photo de Resul, issue du site Unsplash
- Bandeau partie 3 : Photo de Paweł Czerwiński, issue du site Unsplash
- Bandeau partie 4 : Photo de Paweł Czerwiński, issue du site Unsplash
- Bandeau partie 5 : Photo de Billy-Huynh, issue du site Unsplash
- Bandeau partie 6 : Photo de MEAX, issue du site Unsplash