



Photo : Warakorn - Fotolia

Les fonds activistes fourbissent leurs armes

Avec 200 Md\$ sous gestion et des TRI insolents, les fonds activistes s'invitent en Europe. Leur pratique influe sur la gouvernance et la stratégie, donc sur le M&A. _____ **PAR AGATHE ZILBER**

Quel est le point commun entre l'arrivée du nouveau P-dg du fabricant de câbles Nexans, les cessions du sidérurgiste allemand Thyssen Krupp, ou celles des murs d'Accor, le groupe hôtelier repris en main par

Sébastien Bazin, le patron de Colony Capital, son actionnaire ? La recherche de la création de valeur. Et ce, *via* la main discrète de fonds actionnaires minoritaires mais très bien organisés et actifs. Leur nom : les fonds activistes. Encore peu intrusifs en France, ils sont de longue date très actifs aux États-Unis et très appréciés par leurs souscripteurs. On comprend pourquoi : les retours sur investissement dépassent les deux chiffres. De quoi faire pâlir d'envie d'autres fonds bien en mal d'atteindre pareil rendement. Leur recette : prendre des parts dans des groupes sous valorisés et les pousser à prendre des

DES FLEURONS DE L'INDUSTRIE TOUCHÉS

Longtemps vus comme protégés par le capitalisme à la papa où les actionnaires de référence sont la CDC ou des assureurs comme Axa, les groupes hexagonaux ont compris qu'ils ne peuvent plus être à l'abri d'un activiste. Ainsi, en France, depuis deux ans, plusieurs fleurons de l'industrie se voient touchés par des campagnes activistes. C'est le cas d'Accor avec Colony Capital, d'Airbus avec TCI (The Children's investment fund), de Technicolor avec Vector Capital, de Club Med avec Ciam et l'Adam, de Nexans avec Amber Capital et de Compagnie des Alpes avec Guy Wyser-Pratte, mais

aussi de Baccarat ou du fabricant de chimie PCAS avec Nactis. C'est aussi par le jeu de l'activisme que Vincent Bolloré a été nommé président en juin dernier de Vivendi, lequel a opéré un virage stratégique en cédant tout son pôle télécom pour se consacrer aux médias. En 2012, TCI s'était opposé à la fusion entre Thales et Safran et demandait aux dirigeants de ce dernier (dont il était actionnaire à hauteur de 3 %) de se consacrer à son pôle aérospatial indiquant que le bilan des acquisitions hors de l'aérospatial, civil était un échec. Rien que la lettre adressée aux dirigeants avait redressé le cours. Fin 2011,

Carrefour avait dû, lui aussi, répondre aux demandes du fonds américain Knight Vinke qui, avec 1,5 % du capital, était opposé alors à l'actionnaire de référence, Blue Capital. Devant la forte baisse du titre, il demandait un siège au conseil et le départ du dirigeant Lars Olofsson, ce qu'il obtint début 2012. Créé par Eric Knight, ce fonds américain gérant 1,2 Md\$, est aussi dans Darty et, plus récemment, il a fait parler de lui sur UBS. Il souhaite, en effet, séparer les activités de banque d'affaires et de banque privée. Là aussi il n'a que 3 % du capital. Bien assez néanmoins pour peser sur la stratégie. ■

mesures phares pour redresser les cours. Une fois l'objectif atteint, les fonds cèdent leurs titres avec une belle plus-value.

Travail de longue haleine

Ça a l'air simple, mais les fonds activistes menant campagne ne gagnent pas à chaque fois et cela leur prend du temps. « C'est un travail de longue ha-

leine en amont et les résultats ne sont visibles que dix-huit mois après les premières actions. Les moyens déployés vont de l'envoi de lettres à la formulation de résolutions en assemblées, explique Pierre Nollet, associé d'Oxym et conseil en Europe de Guy Wyser-Pratte, un des rares fonds activistes américains à être connu en France du fait de sa longue bataille sur Pages Jaunes. Pour autant, à l'époque, cette campagne n'avait

pas abouti. Aujourd'hui sa nouvelle cible publique : Compagnie des Alpes. Avec d'autres fonds il détient 3 % du groupe de parcs de loisirs et de remontées mécaniques. Critiquant la sous-performance boursière, il demande à la direction la séparation des deux activités, car celles des loisirs est trop capitalistique. À priori ils sont déjà entendus car deux parcs viennent d'être cédés, l'un aux Pays-Bas, l'autre près d'Agen. S'ils ne font plus peur, les fonds activistes sont pris au sérieux par les directions, lesquelles restent encore, surtout en France, encore peu habituées à être chahutées ainsi.



Photo : DR

« Il faut une discipline de la valeur »

Jean-Florent Rérolle,
associé KPMG CF.

Créer de l'empathie

Leur défaut numéro 1, « c'est leur manque de préparation, rappelle Jean-Florent Rérolle, associé de KPMG CF, d'autant que si un fonds activiste intervient c'est que les cibles sont déjà affaiblies (performances insuffisantes par rapport aux concurrents, opportunités de marché négligées, système de gouvernance indigent, etc..). » Pour mieux se défendre il faut déjà créer de l'empathie avec

ces investisseurs longs, dialoguer avec eux, écouter leurs suggestions et montrer qu'on est préoccupé par la création de valeur. Mais il ne faut pas juste le dire, il faut aussi agir. « Cela passe par une discipline de la valeur, poursuit le responsable de l'activité Evaluation et Stratégie Financière. Les décisions en matière de gestion d'actifs, de management du risque, de mesure de performance, de rémunération, de gouvernance et de politique

financière doivent être cohérentes et être prises avec le souci de créer de la valeur. C'est ici que le bât blesse fréquemment. Il vaut souvent mieux être cohérent sur l'ensemble de ces grandes politiques qu'exceller dans certaines mais être nul dans l'une d'entre elles ».

Unité de vue

Pour les associés de Skadden, firme qui a suivi outre-Atlantique plus d'une centaine de campagnes coté « émetteur » depuis 2000 - et qui conseille actuellement DuPont de Nemours et Manitowoc dans le cadre des campagnes menées par Trian Partners

Skadden, Arps, Slate, Meagher & Flom LLP



Skadden

68, rue du Faubourg Saint-Honoré | 75008 Paris | T: 01 55 27 11 00 | F: 01 55 27 11 99

Les domaines d'activité :

Fusions-acquisitions, marchés de capitaux, enquêtes et contentieux internationaux, contentieux et arbitrage, droit bancaire, fiscalité, droit social, gouvernance familiale et ingénierie patrimoniale.

et Carl Icahan - le rôle du conseil d'administration est clé. « Il doit s'approprier la stratégie de l'entreprise, s'assurer de sa cohérence, challenger les propositions de la direction, examiner les alternatives envisageables, anticiper les risques et s'assurer de la réalisation des objectifs poursuivis, rappellent Armand Grumberg et Pascal Bine, associés chez Skadden. Il doit également s'impliquer dans la communication financière de l'émetteur : cela va de l'évolution de l'actionnariat institutionnel, à l'analyse des votes exprimés par les actionnaires lors des assemblées générales, aux messages qui sont adressés au marché ». Et quand la campagne est déclarée et se déplace sur le terrain public, « il est indispensable de maintenir une unité de vue, de langage et d'action au sein des organes d'administration pour s'exprimer d'une seule voix. Certains fonds activistes n'hésitent pas en effet à tenter de retourner certains administrateurs, le plus souvent des indépendants, contre les autres membres du conseil d'administration ou la direction générale », poursuivent les associés (lire l'interview ci-contre).

Catalyseur, pour le M&A

Ces activités encore souvent confidentielles - on ne compte qu'une poignée de campagnes publiques en France en ce moment -, n'en ont pas

BIEN CONNAÎTRE SON ACTIONNARIAT

3 questions à Armand Grumberg et Pascal Bine associés, Skadden

1. Comment préparer l'entreprise au risque d'une campagne activiste ?

La meilleure méthode consiste à travailler sur sa gouvernance - amélioration de la composition du conseil d'administration, alignement de la rémunération des dirigeants sociaux sur les performances financières et boursières de l'émetteur - et à mettre en œuvre une stratégie commerciale et financière guidée, notamment, par l'accroissement de la valeur actionnariale de la société. Un émetteur sera mieux préparé et prêt à réagir face à une campagne activiste s'il connaît bien ses principaux actionnaires, suit de façon régulière l'évolution de sa base actionnariale et maintient un dialogue constant avec les investisseurs institutionnels. Une communication dynamique avec ces derniers permettra de mieux appréhender la vision et les anticipations du marché et de s'assurer que celui-ci a une bonne compréhension des enjeux stratégiques de la société soutenue.

2. Une fois la campagne déclarée, comment se défendre ?

Tout dépend du contexte mais il existe deux règles d'or à respecter. La première est l'écoute car si le groupe n'a aucune obligation particulière de répondre sur un plan juridique, il doit pouvoir examiner avec attention les reproches



Armand Grumberg.



Pascal Bine.

qui lui sont faits et les mesures préconisées - d'autant plus que dans certains cas ces mesures peuvent se révéler tout à fait justifiées. La seconde consiste à maintenir les échanges dans un cadre privé. Car une fois sur la place publique, le groupe risque de se retrouver dans une position défensive qui peut affecter la crédibilité du management. La meilleure défense consiste donc à mobiliser son actionnariat, maintenir une communication dynamique avec l'ensemble des parties prenantes (actionnaires, investisseurs institutionnels, analystes, employés, partenaires commerciaux, autorités réglementaires, associations professionnelles, etc.) et les convaincre que la stratégie poursuivie est bien celle qui est la plus créatrice de valeur. Mais dans le cas où la démarche de l'actionnaire activiste repose sur un travail approfondi et de qualité, le groupe aura plutôt tendance à accueillir favorablement ses demandes, notamment en mettant en œuvre à plus ou moins brève échéance certaines des mesures préconisées ou en lui permettant d'être

représenté au sein du conseil d'administration.

3. Quel est le rôle spécifique des conseils de l'avocat ?

Ils doivent bien analyser le profil et la réputation du fond activiste, les précédentes campagnes qu'il a orchestrées, son style, les moyens qu'il déploie, ses tactiques et sa façon d'interagir avec le conseil d'administration et la direction

générale. L'avocat doit être impliqué dès qu'un actionnaire activiste se manifeste. Son rôle immédiat consiste à assister le management et le conseil d'administration sur ce qui peut être dit ou pas et ce d'abord dans un cadre privé. Ces discussions portent principalement sur la stratégie et la gestion. Il doit s'assurer qu'aucune information privilégiée n'est communiquée au fonds activiste. Le rôle de l'avocat devient essentiel si les relations évoluent vers un rapport de force, et notamment vers une campagne médiatique. Il doit étudier tous les leviers dont le groupe peut disposer au plan juridique. S'il y a des sollicitations publiques de mandats de vote, même s'il s'agit d'une pratique assez peu répandue jusqu'ici en France, on doit examiner les conditions dans lesquelles elles sont mises en œuvre. Dès lors que le combat est engagé, la bataille se joue tant sur le terrain de la communication que sur le plan juridique. Le contentieux qui s'est développé récemment entre Technicolor et Vector Capital en est la meilleure illustration. ■

L'activiste est un actionnaire actif

Pierre Nollet, associé Oxym et conseil de Wyser-Pratte

Qui est-il ?

Un lanceur d'alertes. Il agit au sein d'une équipe de type « mousquetaires » aux compétences multiples. L'action activiste se bâtit sur trois domaines : le financier, le juridique, la communication. Ce n'est pas un spéculateur, son action s'inscrit dans le bon sens.

Que fait-il ?

L'activiste peut infléchir la politique de la société en recommandant une meilleure structure de gouvernance, le renouvellement des membres du conseil, la vente de certains actifs non-stratégiques, etc... Dans le but ultime d'influer po-

sitivement sur la valeur de ses actifs.

Comment fait-il ?

Tout d'abord l'activiste n'est pas, contrairement à ce l'on peut parfois penser en France, dans une démarche agressive vis à vis du management, mais va plutôt de bon sens. Pour cela il dispose d'une boîte à outils : envois de lettres, dépôt de résolutions en assemblée générale, négociations directes avec le management...

À quoi cela sert-il ?

A mettre en place une bonne gouvernance, transparence et démocratie actionnariale qui



Photo : DR

va dans le sens de la défense des petits actionnaires, alignement des intérêts de tous les constituants de l'entreprise, création de valeur actionnariale. Enfin, il attire des nouveaux actionnaires, notamment anglo-saxons et participe à la valorisation de l'entreprise. ■

moins un effet sur le M&A. Et pour les experts de la banque d'affaires, il faut s'attendre à ce que cet effet sur le M&A soit important. « Les fonds activistes sont devenus des acteurs redoutés aux États-Unis, avec une puissance de feu qui a doublé depuis 2010 et un rôle de catalyseur, dans un grand nombre d'opérations M&A, notamment de scission de grands groupes

cotés, indique Pierre Hudry, co-directeur des activités de banque d'affaires françaises chez Goldman Sachs. Ces fonds ont développé des techniques de plus en plus sophistiquées et se tournent aujourd'hui vers l'Europe, ce qui nous amène à intervenir auprès de nombreux groupes français pour les aider à affronter ce nouveau type de menace. » ■

Retrouvez, en continu, toute l'information du Corporate Finance et du Private Equity sur : www.cfnews.net



CFNEWS, le media de référence du Corporate Finance et du Private Equity propose quotidiennement une actualité pertinente et approfondie en France comme à l'international des M&A, LBO, Levées de fonds, nominations, retournement... jumelée à un véritable référentiel de qualité.

Présent sur tous les supports numériques (*ordinateur, tablette et smartphone*), vous recevez en direct toute l'information des acteurs du Corporate Finance.

Pour tout renseignement d'un abonnement adapté à votre besoin, contactez nous sur :

abo@cfnews.net

ou par téléphone au :
+33 (0)1 75 43 73 65



CFnews
Corporate Finance News