

NOUHA BEN ARFA
DANIEL LABARONNE

LAREFI, Université de Bordeaux



Activisme actionnarial des *hedge funds*

Une étude exploratoire au sein
des entreprises françaises

Cet article propose une étude exploratoire de l'activisme actionnarial des hedge funds au sein des entreprises françaises. Il permet de réfléchir aux différents aspects de l'activisme actionnarial de ces fonds, à partir d'une collecte manuelle de données et de leur interprétation en vue de comprendre le comportement activiste des hedge funds. Il tente d'identifier les objectifs et stratégies activistes des hedge funds, et d'examiner les conditions institutionnelles, culturelles et réglementaires de l'émergence des hedge funds activistes en France.

L'hétérogénéité des *Hedge Funds* (HF par la suite) et leur évolution constante rend difficile de les caractériser au moyen d'une définition unique et générale (Capocci et Hübner, 2004). Le 13 mai 2003, une table ronde organisée par la Securities and Exchange Commission en a recensé quatorze¹. Ces définitions permettent de rendre compte que les HF ne peuvent pas être assimilés à des fonds de couverture selon la traduction littérale du terme car la spéculation est une stratégie dominante des HF. Il semblerait donc plus opportun de tenter d'identifier les HF à partir de certaines spécificités qui les différencient des fonds traditionnels. Un HF peut ainsi être caractérisé comme un fonds d'investissement privé et ouvert à des investisseurs fortunés et qualifiés. À l'inverse des fonds d'investissement destinés au grand public, il offre généralement une liquidité réduite. Contrairement à la gestion traditionnelle qui est régulée, le HF est faiblement régulé et peu transparent. Il vise à spéculer sur l'évolution des marchés grâce à l'utilisation massive des produits dérivés négociés sur les marchés de gré à gré, de vente à découvert, d'arbitrage et la faculté de recourir à l'effet de levier. Ceci n'est pas le cas pour les fonds traditionnels qui ne bénéficient que d'un accès limité aux outils de gestion utilisés par les HF. Les gérants des HF y investissent une part de leur patrimoine et sont rémunérés sur la base de commissions (*Performance Fees*) qu'ils prélèvent en fonction de la sur-performance du fonds. Or, les gérants des

fonds traditionnels reçoivent des commissions fixes de gestion (*Management Fees*) et leur performance est très fortement liée à l'évolution des marchés sous-jacents (Monarcha et Teiletche, 2013).

Certains d'entre eux, spécialisés dans l'activisme actionnarial, sont considérés comme de nouveaux acteurs émergents au regard de l'objectif de la création de valeur, infléchissant la gouvernance et les stratégies des firmes qui iraient à l'encontre de l'intérêt actionnarial (Filatotchev et Dotsenko, 2015). L'activisme actionnarial est décrit comme un processus de contestation long et complexe, formé par des activités d'influence plus ou moins hostiles, initiées par un, voire plusieurs actionnaires minoritaires dans le but de créer de la valeur ajoutée pour les actionnaires. Il est moins consensuel, plus conflictuel car les événements dits d'engagement privé (*behind the scenes*) sont moins fréquents. Il est généralement de nature hostile² dans le sens où il ne fait pas l'objet, d'un dialogue privé entre la direction et les actionnaires mécontents. Il prend la forme, au contraire, d'un affrontement qui se déroule sur la place publique.

Si l'activisme actionnarial des HF a beaucoup suscité l'intérêt de la presse, les travaux académiques à ce sujet restent limités et cantonnés généralement aux cas des entreprises évoluant sur le marché américain (Brav et al., 2008 ; Clifford, 2008 ; Klein et Zur, 2009 ; Boyson et Mooradian, 2011 ; Becht et al., 2015). Des études analogues sont quasi absentes

1. <http://www.sec.gov/spotlight/hedgefunds/hedge-vaughn.htm>.

2. Cette démarche peut prendre la forme d'une médiatisation du conflit par rédaction des communiqués de presse, envoi d'une lettre à l'autorité des marchés financiers (AMF), alliance formelle ou informelle avec les investisseurs institutionnels, batailles de procurations.

sur d'autres marchés, le marché européen continental, singulièrement français. Observons toutefois, que le cadre réglementaire et législatif français a largement évolué et qu'il est aujourd'hui plus protecteur des actionnaires minoritaires. L'émergence des HF en France est concomitante à cette évolution ; ils bénéficiaient d'une plus grande liberté en termes de gestion et cherchaient à tirer profit des entreprises mal gouvernées (Huynh, 2010). L'influence accrue de ces acteurs de marché dans la gestion des entreprises a été illustrée en France au début des années 2000 avec l'affaire André (désormais Vivarte) où Atticus et Guy Wyser-Pratte menaient une bataille de procuration (*proxy fight*), qui fût l'unique bataille réussie avant 2001.

À notre connaissance, les seules recherches qui se sont intéressées au contexte français sont de nature monographique (Bessière *et al.*, 2011 ; Girard et Gates, 2012), ce qui rend difficile toute forme de généralisation. Ainsi, notre étude contribue au développement des études antérieures portant sur l'activisme actionnarial des HF dans le contexte français. Quelles sont les caractéristiques du comportement activiste des HF au sein des entreprises françaises cibles ? Pour répondre à cette problématique, nous analysons une population totale de trente-huit entreprises sur une période de dix-huit ans, allant de 1996 à 2013.

Cet article est structuré de la façon suivante : dans la première section, nous proposons une approche descriptive de l'activisme des HF. Dans la deuxième

section, nous présentons une approche exploratoire de l'activisme des HF au sein des entreprises françaises visées. Nous concluons et proposons nos commentaires.

I – APPROCHE DESCRIPTIVE DE L'ACTIVISME DES HF

1. Émergence de l'activisme des HF en France

Face à la montée en puissance des investisseurs étrangers en France et à l'éclatement de la bulle des nouvelles technologies au début des années 2000, la France s'est dotée d'un nouveau cadre réglementaire et de nouvelles normes de gouvernance. Ces évolutions légales et institutionnelles sont à l'origine de l'émergence d'une catégorie d'acteurs de marché, les HF, spécialisés dans l'activisme « offensif »³ sur le marché financier. De ce fait, la loi NRE du 15 mai 2001 a reconnu le vote électronique et a réduit le seuil des droits de vote de 10 % à 5 %⁴ pour déposer, individuellement ou conjointement, un projet de résolution (article L225-120 du code de commerce). La loi sur la sécurité financière du 1^{er} août 2003 préconise, quant à elle, l'indépendance du conseil d'administration, parallèlement aux rapports Vienot (1995, 1999) et au rapport Bouton (2002) qui formalise le nombre minimal des auditeurs indépendants. La taille du conseil d'administration a aussi fait l'objet d'une nouvelle réglementation (article L225-17 du code de commerce). Lee et Yoo (2008)

3. L'activisme offensif est un processus de contestation *ex-ante* qui intervient avant le conflit, lors du ciblage des entreprises où il existerait une opportunité de profits (Huynh, 2010).

4. En France, la proportion des actions détenues pour déposer une résolution actionnariale lors de l'assemblée générale varie en fonction de la capitalisation boursière des entreprises : 5 % pour la capitalisation boursière inférieure ou égale à 750 000 euros, 2,5 % pour la capitalisation boursière comprise entre 750 000 et 7,5 millions euros, 1 % pour la capitalisation boursière comprise entre 7,5 millions et 15 millions euros, 0,5 % pour la capitalisation boursière supérieure à 15 millions euros.

constatent que la proportion des administrateurs indépendants siégeant au conseil d'administration des entreprises du CAC 40 est passée de 5 % en 1994 à 50 % en 2004. Enfin, depuis le rapport Mansion (2005) et suite à l'adoption du décret n° 2006-1556 du 11 décembre 2006, la France a introduit le mécanisme de *record date*, traduit littéralement par date d'enregistrement. À présent, l'immobilisation des actions cinq jours avant la tenue de l'assemblée générale (AG) n'est plus nécessaire pour participer à l'AG (directive n° 2007/36/CE du 11 juillet 2007). Ces innovations légales et institutionnelles ont eu pour conséquence d'abaisser les coûts de l'activisme actionnarial des investisseurs institutionnels étrangers en général, des HF en particulier. Ces véhicules d'investissement visent à la fois à discipliner le comportement des dirigeants des entreprises cibles, à s'opposer aux actionnaires de contrôle et à préserver les intérêts des actionnaires minoritaires dans une démarche d'amélioration du processus de création de valeur.

2. Les HF en tant qu'investisseurs activistes

La littérature souligne que les HF, comparés aux institutionnels traditionnels, typiquement des fonds de placement (*mutual funds*, fonds de pensions, fonds d'assurance vie des banques et compagnies d'assurances) ont une plus grande capacité de surveillance de la direction et du conseil d'administration de la cible. Ils disposent à ce titre d'instruments spécifiques mis à leur disposition pour exercer leur contrôle.

Les HF, étant opaques et peu soumis aux contraintes réglementaires, sont susceptibles d'être plus activistes que les investisseurs institutionnels traditionnels en offrant à leurs gérants une plus grande liberté en termes de gestion et en cherchant à tirer profit de l'inefficience du marché (Brav *et al.*, 2008). Ils ont également recours aux produits dérivés et à l'effet de levier, non soumis à la contrainte réglementaire de franchissement de seuil. Ces instruments offrent aux HF une plus grande souplesse en termes de gestion et leur permettent d'acquérir des droits de vote avant la tenue de l'AG, sans devoir acquérir les actions sous-jacentes. De plus, les HF sont acquéreurs d'actifs peu liquides. Le plus souvent constitués à capital fixe (*closed ended funds*), ils fixent dans leurs contrats des clauses de *lock-up*⁵. En investissant dans ce type d'actifs, les gérants des HF n'auraient pas à se soucier des problèmes de flux de capitaux et bénéficieraient ainsi d'une plus grande liberté en termes de gestion.

Les conflits d'intérêts qui peuvent exister entre les gérants et les clients institutionnels tels que les fonds de pension et les *mutual funds* sont rares dans le cas des HF (Boyson et Mooradian, 2011). Les HF sont généralement des véhicules de placement indépendants non affiliés à des institutions telles que les banques et les compagnies d'assurance (Mietzner et Schweizer, 2014). Ils échappent ainsi à la pression que ces dernières exercent sur les activistes dans le but de préserver l'activité future potentielle de l'entreprise en question.

Les HF activistes ont la faculté de rallier à leur cause d'autres actionnaires. Pour cela,

5. Période minimale pendant laquelle les investisseurs ne peuvent pas liquider leurs parts du fonds. Elle est en règle générale d'une durée d'un an ou plus. Elle doit respecter tout de même un préavis (*redemption period*) de 90 jours.

ils peuvent agir en *wolf pack* et utiliser des pratiques d'*empty voting*. Ces nouveaux activistes déploient une stratégie agressive basée sur la constitution d'une coalition dissidente efficace, via des véhicules d'investissement ou les *wolf pack*. La stratégie de *wolf pack* vise à coaliser plusieurs actionnaires autour de la campagne activiste. Ce regroupement formel tend à constituer une participation significative au capital de la cible en vue de mettre sous pression, de manière efficace et crédible, la direction en maximisant les droits de vote de cette coalition lors de la tenue de l'AG (règle de super majorité en France⁶). Notons que cette stratégie leur permet également de lever un obstacle de taille : l'obligation de collecter au plus 5 % du capital pour déposer une résolution actionnariale. La technique d'*empty voting*, autrement dit vote à vide, permet aux actionnaires dissidents d'accumuler des droits de vote qui s'attachent aux titres empruntés à court terme, sans prendre de risque capitalistique (rapport Mansion, 2008). Cette technique, fortement critiquée, est pratiquée par les HF activistes à travers la combinaison de l'emprunt d'actions et du mécanisme de *record date*. Dans le but d'influer sur l'issue du vote et selon la directive n° 2007/36/CE du 11 juillet 2007, le HF activiste effectuera, au troisième jour ouvré avant l'AG, l'enregistrement comptable des actions qu'il aura emprunté. Pour ne pas être exposé à la contrepartie économique, il exercera les droits de vote qui s'attachent aux titres empruntés qu'il rendra par la suite. D'autres pratiques d'*empty voting* sont également utilisées par les HF activistes : les contrats

d'échange sur actions (*equity swaps*) et les *equity collars*. Il s'agit de détenir des actions dont on couvre le risque économique avec des produits dérivés. Ces contrats de dérivés permettent à l'activiste qui souhaite uniquement exercer les droits de vote associés à ces actions de se couvrir contre la variation du cours de la Bourse. Le dénouement de ces contrats conclus généralement avec une banque d'investissement est généralement stipulé en numéraire par le paiement du gain ou de la perte à l'échéance et non en titres ce qui renforce la couverture économique fournie par ces outils. Cette pratique fût critiquée à plusieurs reprises. Le rapport Mansion (2008) appelle l'AMF à ne pas se désintéresser de ces pratiques de marché.

The hedge fund standards board par exemple recommande de ne pas utiliser les droits de vote sans être exposé au risque économique correspondant. Récemment, la loi n° 2012-387 du 22 mars 2012 a revu le traitement particulier des contrats d'*equity swap* à dénouement en espèces ; désormais tout investisseur ayant conclu un contrat d'*equity swap* est obligé de déclarer son exposition économique en cas de franchissement de seuil.

3. Illustrations de l'activisme des HF en France

Nous proposons trois études de cas illustrant l'activisme des HF en France. Ces trois illustrations permettent de distinguer entre les différentes issues des interventions activistes des HF. [Fasterling \(2007\)](#) estime le taux de succès de l'activisme des HF via le ratio entre l'objectif d'intervention et

6. En droit français, la super majorité est un dispositif selon lequel une majorité de deux tiers de droits de vote est requise pour approuver une résolution lors de l'AGE.

l'événement réalisé. Dès lors, l'issue des tentatives activistes des HF peuvent conduire à un échec, un succès partiel ou un succès⁷. Cela dépend du degré d'hostilité de la démarche activiste, et du degré de crédibilité des objectifs des HF au regard des intérêts des actionnaires mécontents (Bessler *et al.*, 2015).

Commençons par la tentative activiste de Guy Wyser-Pratte⁸ (GWP) pour mettre fin à la commandite du groupe Lagardère. Dès le 25 mars 2010, GWP, détenteur de 0,53 % du capital, critiqua publiquement la gouvernance du groupe, le manque de stratégie de la direction et fustigea l'existence d'une commandite par actions. Il estima que le groupe était dirigé par « un petit garçon » qui devrait « plutôt partir et se consacrer à ce qu'il aime, le sport »⁹. Il appela également le groupe à se recentrer sur les secteurs qui marchent, en particulier l'édition. Il déposa deux projets de résolutions qu'il souhaitait faire adopter par les actionnaires. La première résolution visait à nommer GWP au conseil de surveillance du groupe. La seconde proposait d'abandonner le statut de commandite du groupe pour celui de société anonyme. Le 27 avril, les résolutions de l'activiste furent rejetées à 76 % et 78 %. Parmi les actionnaires votants contre, près de 300 membres de l'Association des petits porteurs actifs présents dans le capital de Lagardère votèrent contre les résolutions

de l'activiste. Au cours de l'AG, les dirigeants mirent en avant la participation stratégique dans EADS et l'intérêt social du groupe en estimant que les résolutions de l'activiste pourraient conduire au démantèlement du groupe. Quelques temps après l'AG, l'activiste a vendu la quasi-totalité de ses titres empochant ainsi une plus-value. L'« échec »¹⁰ de GWP a mis fin à une bataille qui a duré presque deux mois. Nous pouvons ainsi retenir de ce premier cas que la non crédibilité des objectifs des HF au regard des intérêts des actionnaires mécontents peut conduire à un échec de l'intervention activiste.

Nous pouvons aussi relater le succès partiel de la campagne activiste des deux HF Centaurus et Pardus menée sur la société Atos Origin. Le 23 octobre 2006, Centaurus, alors détenteur de 5,49 % du capital de la société, mena une intervention non hostile se traduisant par des négociations en privé entre la direction et l'activiste. Suite à l'échec de ces négociations, Centaurus fût rejoint en juillet 2007 par Pardus, alors détenteur de 7,32 % des actions d'Atos Origin constituant ainsi un *wolf pack*. Le 10 octobre 2007, ils annoncèrent publiquement leur action de concert en vue de faire pression sur le conseil d'administration et les pousser à examiner des solutions stratégiques telles que le démantèlement. Ils exigèrent d'être représentés au sein du conseil de surveillance et la révocation du président du conseil Didier

7. Un objectif est défini comme étant un « succès » si le HF atteint exactement l'objectif initial et de « succès partiel » s'il n'atteint que l'objectif initialement prévu que partiellement (Brav *et al.*, 2008 ; Boysson et Mooradian, 2011).

8. Certains HF activistes ont beaucoup en commun avec les *raiders* des années 1980 aux États-Unis et 1990 en Europe et sont accusés d'exproprier les bénéficiaires privés (Carl Icahn et Nelson Peltz, devenus gérants de HF). GWP investit d'ores et déjà dans les HF.

9. « L'affrontement Arnaud Lagardère - Guy Wyser-Pratte », lepoint.fr, 27 avril 2010.

10. Ici, le terme échec doit être utilisé avec prudence puisque 18 mois après l'AG du 27 avril 2010, GWP fait parvenir une lettre à l'AMF contestant le comptage des voix sur la base de preuves. De plus, Arnaud Lagardère a finalement adopté pour le groupe une stratégie de recentrage sur ses grands métiers : l'édition, la distribution, les médias et le sport.

Cherpitel, très opposé aux deux fonds. Ils demandèrent également de nommer deux administrateurs indépendants, Colette Neuville, présidente de l'Association des actionnaires minoritaires (Adam), et Michel Combes, président de TDF au sein du conseil. La direction d'Atos réussit à convaincre deux agences de conseil en vote – Investor Sight et Deminor – de soutenir leurs positions. Mandatée par Pardus et Centaurus, Adam fût sollicitée en tant que conseiller de leur stratégie d'activisme. Deminor disqualifia ainsi Colette Neuville en tant qu'administrateur indépendant du fait de ses relations d'affaires avec les deux fonds. Le 16 mai 2008, cinq jours avant la tenue de l'AG, Le sénateur Philippe Marini appelle l'AMF à intervenir face au conflit entre la direction et les fonds Pardus et Centaurus. Lors de l'AG du 22 mai 2008, le comptage des voix devait élire les administrateurs proposés par les deux HF activistes. Toutefois, l'AG fût ajournée par Philippe Germond, président du directoire, qui invoqua un incident de séance : Gérard Guerguerian, directeur juridique de la SSII et président du conseil de surveillance du fonds commun de placement des employés d'Atos Origin, qui détient 3 % du capital aurait fait savoir qu'il voterait pour les propositions des deux fonds. Face à la contestation des deux fonds suite à l'ajournement de la séance, la prochaine AG fût fixée pour le 12 juin 2008 ; elle n'introduira aucune nouvelle résolution. Entre temps, des négociations entre la direction d'Atos et les deux HF activistes eurent lieu. Ils parviennent le 28 mai 2008 à un accord après neuf mois de bataille et une AG ajournée. En échange de l'abandon de l'idée du démantèlement, les deux fonds ont obtenu le remaniement du conseil de surveillance.

En plus de la nomination des deux administrateurs indépendants qu'ils ont proposés, ils ont obtenu un représentant chacun au conseil de surveillance. Ils ont obtenu également le départ du président du conseil, Didier Cherpitel. La nomination de deux autres administrateurs indépendants proposés par la direction, était aussi soutenue par les deux fonds. Les deux fonds ont également obtenu la création d'un comité stratégique chargé, en collaboration avec le directoire, d'examiner l'ensemble des opportunités d'investissement et options stratégiques au regard de l'objectif de maximisation de la valeur actionnariale. En contrepartie, l'accord prévoyait la démission des deux représentants des fonds si leur participation descend au-dessous de 5 %. Ce deuxième cas montre bien que le degré d'hostilité de la démarche activiste est un vecteur important qui joue en faveur de la réussite de l'intervention activiste.

Le troisième événement activiste concerne la fusion de Gaz de France et Suez. Cette fusion fut longtemps critiquée par le HF activiste Knight Vinke (KV) qui, détenait en janvier 2004 une participation de 1 % du capital de Suez. Le 22 juillet 2004, le Parlement vote l'ouverture du capital de Gaz de France (GDF), avec une participation de l'État français ne pouvant pas descendre au-dessous de 70 %. Le 25 février 2006, le premier Ministre Dominique de Villepin annonce la fusion de GDF et Suez. Le 3 septembre 2006, Suez et GDF annoncent un accord de fusion par l'absorption de Suez par GDF. La parité d'échange retenue est de 21 actions GDF contre 22 actions Suez. Suite à un débat parlementaire houleux sur ce projet ouvert le 7 septembre 2006, le parlement finit par approuver la fusion le 3 octobre 2006 et la commission européenne autorise la fusion le 14 novembre

2006. Toutefois, le conseil constitutionnel jugea que la fusion ne pourrait prendre effet avant le 1^{er} juillet 2007. KV fit alors son apparition. Son but ne fût pas de s'opposer ou de soutenir le projet de fusion mais il jugea la fusion telle qu'elle était envisagée, défailante dans son concept et contraire aux intérêts des actionnaires de Suez. Durant septembre et octobre 2006, le fonds mena une campagne médiatique, critiquant publiquement le projet de fusion. Il estima que l'opération publique d'échange (OPE) sous-valorisait l'action de Suez à 30,07 euros contre plus de 40 euros. Il proposa également d'introduire en Bourse Suez environnement, une filiale de Suez. Le 16 novembre 2006, l'Association des actionnaires minoritaires (Adam) mit en cause l'indépendance des banques dans la détermination du ratio de parité et visa HSBC. Le 21 novembre, KV demanda un dédommagement des actionnaires minoritaires par le biais d'un versement de dividendes exceptionnels de 6,5 à 7 euros par action. Dans une lettre ouverte publiée dans *Le Figaro* et devant l'absence de réaction des dirigeants, KV, soutenu par 18 des 20 actionnaires institutionnels majoritaires de Suez, estima que « la fusion Suez-GDF doit être abandonnée sans laisser place à la moindre ambiguïté ». Le 29 décembre, une

nouvelle rumeur d'OPA du raider François Pinault sur Suez de 70 milliards d'euros fait flamber le cours de l'action. Finalement le 4 janvier 2007, Jacques Chirac, alors président de la République, prend publiquement position en faveur du rapprochement de la fusion de Suez et GDF en qualifiant le projet de fusion comme étant un projet stratégique entre la France et la Belgique. Le 15 janvier, KV se désengage de Suez en vendant sa participation et réalise une confortable plus-value. Le 22 juillet 2008, Suez et GDF fusionnent et les propositions de KV sont prises en compte ; Suez environnement a été introduite en Bourse et la parité d'échange a été réévaluée. Ainsi, ce troisième cas complète utilement les enseignements tirés des premier et deuxième cas et montre que le degré d'hostilité de la démarche activiste combiné à la crédibilité des objectifs des HF au regard des intérêts des actionnaires dissidents mène au succès de l'intervention activiste.

II – APPROCHE EXPLORATOIRE DE L'ACTIVISME DES HF EN FRANCE

Le [tableau 1](#) montre la procédure de constitution de notre population d'étude.

Tableau 1 – Constitution de la population d'étude

Entreprises françaises sujettes à l'activisme des HF 1996-2013	48
Exclusion des institutions financières ciblées par les HF activistes	1
Exclusion pour prise de contrôle et pratique <i>public-to-private</i>	7
Exclusion pour stratégies d'arbitrage	2
Population d'étude 1996-2013	38

Le recensement des entreprises visées est listé dans l'encadré.

rapide des marchés peu ou pas réglementés, singulièrement les marchés de gré à gré, ont

LISTE DES ENTREPRISES FRANÇAISES VISÉES

Accor	Guyenne et Gascogne
Aegis Média	Havas
Afflelou	Interbail
Arcelor	Intertechnique
ArcelorMittal	Lagardère
Arkema	Legris industries
Atos	LVL Médical Groupe
Belvédère	Medidep
Bouygues	Pagesjaunes Groupe (Solocal Group)
Cap Gemini	Rue du commerce
Carrefour	Safran
Compagnie Industrielle et Financière d'Ingénierie	Société des Autoroutes
Danone	Paris-Rhin-Rhône
De Dietrich	Société des Pétroles Shell
Électricité et eaux de Madagascar	Strafor-Facom
Établissements Maurel et Prom	Suez
Eurotunnel	Taittinger
GFI Informatique	Technicolor
Groupe André (Vivarte)	Theolia
	Valéo

1. Analyse exploratoire

La [figure 1](#) révèle que plus de 80 % des HF activistes sont anglo-saxons¹¹.

Cela peut s'expliquer par le fait que l'activisme des HF est apparu, depuis les années 1980, suite aux politiques de libéralisation financière, débutées dans les années 1970 aux États-Unis et au Royaume Uni. Cette dérèglementation et ce décloisonnement des marchés financiers, ayant pour but initial d'améliorer le fonctionnement du marché, en termes de liquidité et de transparence, ont eu pour conséquence la dégradation de la structure et des fonctions de la sphère financière. La croissance très

contribué à l'opacité de la sphère financière. De là, les HF, évoluant principalement sur les marchés de gré à gré, cherchaient à tirer profit d'une plus grande liberté en termes de gestion.

Le [tableau 2](#) présente la distribution des événements d'activisme par HF, année et capitalisation des entreprises visées cotées en milliards d'euros.

Nous remarquons une augmentation progressive des interventions des HF activistes jusqu'à 2007. Ces interventions deviennent un peu moins fréquentes durant la période 2008-2013, subséquente à la faillite de Lehman Brothers et la crise financière.

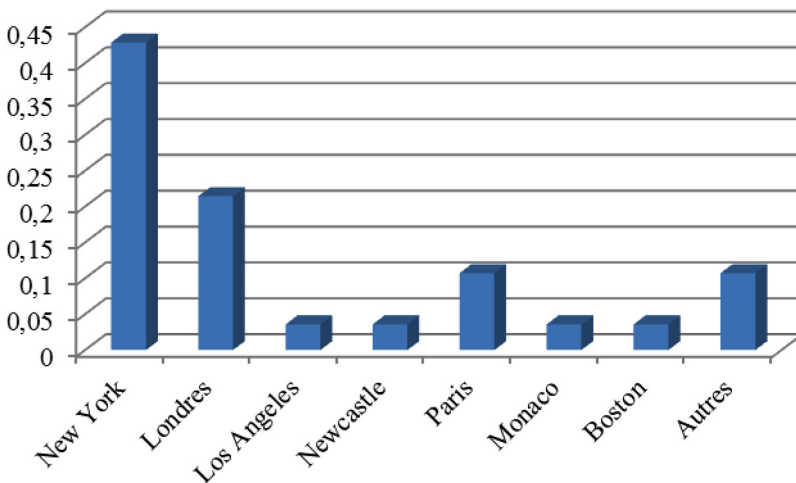
11. Nous considérons qu'un fonds géré par un français, basé fiscalement à l'étranger, comme étant un fonds étranger. Exemple : le français Emmanuel Roman, à la tête du fonds spéculatif britannique, HF Man Group.

MÉTHODOLOGIE

En France, il n'existe pas de bases de données centralisées pour l'activisme des HF. Nous avons ainsi entrepris de la construire en procédant à une collecte manuelle, à partir de la base de données Factiva (formellement *Dow Jones Interactive*) de toutes les informations, connues à travers la presse financière, qui nous renseignaient sur une prise de participation d'un HF dans une entreprise française faisant l'objet d'une annonce publique d'activisme (de l'intervention en privé auprès de la direction au dépôt des résolutions à l'AG et les batailles de procurations...). Certaines de ces données ont été complétées par les déclarations de franchissement(s) de seuil et d'intention fournies par l'AMF (à partir de 5 % selon l'art. L.233-7 du code de commerce).

Nous avons identifié 47 entreprises sujettes à l'activisme des HF en France entre 1996 et 2013. Nous avons exclu les institutions financières ainsi que les entreprises pour lesquelles certaines données sont manquantes. Nous avons également décidé d'exclure les entreprises dont plus de 30 % (33,33 % avant 2011) du capital est détenu par un HF, déclarant un franchissement de seuil à l'AMF dans le but de déclencher une OPA et celles, au sein desquelles les HF effectuent une opération *public-to-private* (OPA suivi d'un retrait de la cote), considérées des techniques spécifiques au *private equity*. Les entreprises dont l'objectif du HF est uniquement de céder des blocs de titres sont aussi éliminées. Dans ce cas, la prise de participation pourrait faire l'objet d'une stratégie d'arbitrage et non d'activisme. Notre population totale d'entreprises cible s'est réduite à 38 entreprises entre 1996 et 2013.

Figure 1 – Répartition géographique des HF activistes 1996-2013



Source : les auteurs

Tableau 2 – Distribution des événements d'activisme par HF, année et capitalisation des entreprises visées cotées^a

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Wyser-Pratte & Co & :	1	1	2 (0,5)	1		1 (0,2)		2 (1,8) (0,3)				1 (0,8)		1 (3,9)		2 (0,02)	1 (0,3)
- NR Atticus					1												
- Edelman Value Part.					1												
- Cycladic Capital Management					1 (0,6)						1 (2,2)						
Colony Capital									1 (10)		1 (37)	1 (7,8)					1 (7,8)
Amhold & S. Bleichroeder Advisers						1 (0,2)											
HF								1 (0,6)									
Knight Vinke Asset Mgt								1 (19,8)		1 (49,9)					2 (11,9)		
Centaurus Capital & - Mellon HBV alt. strat.										2 (49,9) (3)							
- Pardus Capital Mgt									1 (0,4)		1 (2,4)	2 (1,2) (3,9)					
Amber Fund & Mellon HBV alt. strat.									1 (0,4)				2 (0,4)				
Bolloré Group			1 (4,6)						2 (1,5)	1 (49,9)							

a. Certaines des entreprises ont été ciblées plusieurs fois par différents HF à des dates différentes pour des motifs différents.

Aticus Capital																			
Silver Point Cap & HF agissant via Crédit Suisse Securities							1	1 (0,5)											
Pardus Capital Management								1 (0,5) (2,2)	1 (0,8)										
Greenlight Capital								1 (49,9)											1 (4,9)
SRM Global								1											
Elliott Associates & E. Inter.								1											
Broussard et Gavaudan Asset Mgt & B. et G. Gestion								1 (0,3)	1 (0,1)			1 (0,1)	1						1
Oaktree Capital												1							
Cinq HF												1 (0,2)							
The Children's Investment Fund																			1 (13,5)
Third Point																			1 (0,6)
Triam Fund																			1 (29,)
Total (56 ent.)	1	1	3	1	2	1	1	1	1	1	7	3	2	3	6	3	2	6	2

Becht *et al.* (2015) expliquent que cette baisse est due au fait que les HF activistes ont eu tendance à réduire leurs participations actionnariales dans les entreprises suite à la crise financière. Ce tableau révèle également une redondance de certains HF. Certains de ces activistes mettent à la disposition d'investisseurs institutionnels leur expertise d'activiste exerçant ainsi l'activisme relationnel également. L'externalisation permet ainsi à ces institutionnels de profiter des compétences d'experts.

Le recensement de la presse financière complété par l'étude détaillée des résolutions et des déclarations d'intentions existantes nous ont permis d'identifier les objectifs et les pratiques stratégiques des HF. Le **tableau 3** présente les différents motifs d'activisme des HF au sein de notre population d'étude. En intervenant sur le marché français, les objectifs des HF activistes semblent similaires à ceux recherchés dans le contexte américain (Brav *et al.*, 2008). Nous les avons classés en quatre catégories.

Modifier la structure de gouvernance

C'est le principal motif d'activisme. La demande la plus fréquente des HF sur le marché français, tout comme sur le marché américain, est d'obtenir un (des) siège(s) au conseil d'administration des entreprises françaises (environ 24 % des objectifs observés par rapport au total des objectifs recensés). Les HF activistes cherchent ainsi à faire pencher la balance en leur faveur lors de l'AG (Bratton, 2007). Considérée comme étant un enjeu important pour les HF activistes, cette initiative prend une forme

hostile dans 80 % des cas dans le but d'exercer une pression plus importante sur la direction. Nous remarquons également que la révocation ou remplacement des dirigeants et/ou administrateurs suscite également un intérêt de la part des HF au prisme de leur activisme. Cette initiative prend une forme hostile dans environ 94 % des cas. Appeler à l'éviction des dirigeants n'est guère surprenant de la part de ces acteurs de marché dans la mesure où le débat théorique sur la gouvernance porte en grande partie sur l'opportunisme des dirigeants.

Influencer les stratégies opérationnelles

Ce deuxième motif d'activisme représente environ 26 % du total des objectifs observés. La scission de l'entreprise est la demande la plus courante dans cette catégorie d'actions (environ 56 % des cas). Les HF activistes sont capables de créer de la valeur en poussant les entreprises à la scission, à se recentrer sur leur cœur de métier ou encore à se dessaisir d'actifs jugés non stratégiques. Cette démarche est également observée parmi les motifs d'activisme des HF sur le marché américain (Brav *et al.*, 2008).

Intervenir sur le marché de contrôle¹² et infléchir les décisions relatives à la structure du capital

Ces deux dernières catégories sont moins fréquentes que les deux premières précitées (environ 17 % et 11 % des objectifs d'activisme). Elles sont également moins répandues sur le marché français par rapport

12. Le marché de contrôle est considéré comme un mécanisme de discipline managériale imposé par le marché financier. Il offre aux actionnaires mécontents la possibilité de discipliner le dirigeant notamment en incitant à des prises de contrôle où le dirigeant peut être remplacé.

Tableau 3 – Typologie des objectifs recherchés par les HF activistes au sein des entreprises visées

Catégories des objectifs	Objectifs					
	Nombre des objectifs	dont succès	dont succès partiel	dont échec	dont en attente/abandon	Formes hostiles
Modifier la structure de gouvernance						
Obtenir un (des) sièges au conseil	26	6	6	13	1	21
Nomination des membres de L'AG	1			1		1
Renouveler des mandats	1		1			1
Plaider pour la séparation des fonctions de président et de directeur général	1				1	
Plaider pour l'indépendance des administrateurs	1		1			
Contester la rémunération du dirigeant	1		1			
Révocation/remplacement des dirigeants et/ou administrateurs	15	11	3		1	14
Plaider pour une nouvelle forme juridique	2		1	1		1
Modifier un (des) statuts	1	1				1
Éliminer certaines mesures anti-OPA	1	1				1
Contester l'intégrité des votes lors de l'AG	1		1			1
Influencer les stratégies opérationnelles						
Appeler la cible à se recentrer sur son cœur de métier	7	3	3	1		6
S'opposer à la diversification/	3		3			2

Tableau 3 – (suite)

Catégories des objectifs	Objectifs					
	Nombre des objectifs	dont succès	dont succès partiel	dont échec	dont en attente/abandon	Formes hostiles
l'acquisition d'actifs jugés non stratégiques						
Appeler à une scission, démantèlement	15	4	8	2	1	14
Remettre en cause la stratégie de la cible	2	1		1		1
Intervenir sur le marché de contrôle						
S'opposer aux conditions d'un projet d'OPA/reprise/fusion/retrait	9	5	3	1		9
Plaider pour un projet d'OPA/fusion	6	2	1	2	1	5
Appeler la cible à se mettre elle-même sur le marché (vente)	1			1		
Plaider à une cotation séparée	1	1				1
Infléchir les décisions relatives à la structure de capital						
Plaider pour un projet de rachat d'actions	2	1	1			1
Appeler la cible à verser/ augmenter/ne pas suspendre des dividendes	6	1	5			4
Convertir la dette en actions (<i>debt equity swap</i>)	1	1				1
Plaider pour de nouvelles émissions d'actions	1	1				1
Exiger de la cible un remboursement de créance	1	1				1
Total	106	40	38	23	5	87

à celui américain. Les HF activistes peuvent ainsi s'opposer aux conditions d'un projet d'OPA ou fusion, souvent dans le but d'une réévaluation de la parité d'échange comme ce fût le cas de KV qui s'est opposé aux termes de la fusion de Suez avec GDF.

Le [tableau 4](#) recense les formes d'activisme des HF. Il en ressort que les HF en France déploient pratiquement les mêmes stratégies quel que soit le contexte juridico-économique, un constat confirmé par [Becht et al. \(2015\)](#). La catégorie litiges révèle néanmoins des différences entre les pratiques françaises et américaines. Premièrement, le phénomène des procès juridiques semble plus fréquent aux États-Unis qu'en France. Ceci semble être dû au fait que la *Securities and Exchange Commission* oblige les actionnaires à s'engager dans des sollicitations de procuration pour déposer des projets de résolution lors de l'AG. En France, l'activisme actionnarial semble nettement plus simple ; la loi NRE (2001) a réduit de 10 % à 5 % le seuil des droits de vote requis au dépôt des projets de résolutions et a reconnu le vote électronique. De plus, la France a adopté le mécanisme de *record date*. Nous remarquons que les HF activistes en France ont recours aux associations d'investisseurs contrairement aux États-Unis ([Girard et Gates, 2012](#)). Nous constatons cependant que ce recours n'est pas fréquent. À partir de notre population totale, nous avons pu classer les pratiques stratégiques des HF activistes en France en quatre catégories.

Agir de concert et intervenir à l'AG

Le recours à l'action de concert suivi de la soumission de résolutions à l'AG présentent

33 % et 18 % des pratiques stratégiques recensées, respectivement. Les HF agissent fréquemment de concert avec d'autres institutionnels pour développer une cohésion stratégique sous forme de *wolf pack*. Nous remarquons également que les HF activistes déposent fréquemment des résolutions lors de l'AG. Ceci n'est pas surprenant étant donné que ces acteurs de marché ont la faculté de profiter de la technique d'*empty voting*, dans le cadre de l'activisme actionnarial. Les HF activistes peuvent engager une bataille de procuration qui s'inscrit en complément des pratiques d'*empty voting*. L'objectif est d'obtenir, en faveur de leurs résolutions, le maximum de voix lors de l'AG à travers les mandats récoltés auprès des actionnaires dissidents. Toutefois, nous remarquons que le recours à ce mécanisme n'est pas fréquent de la part des HF activistes en France (5 % des stratégies recensées). Les entreprises françaises sont caractérisées par une structure d'actionariat concentrée ([La Porta et al., 1998](#)) et familiale ([La Porta et al., 1999](#)). Cette structure, souvent coalisée avec la direction, rend difficile le recours à une bataille de procuration pour contourner une résolution déposée par la direction.

Intervention en privé auprès de la direction et du conseil d'administration

Les HF activistes ont recours à des stratégies non hostiles leur permettant d'implémenter leurs objectifs *via* un dialogue privé avec la direction, dialogue qui s'établirait en dehors de la scène médiatique.

Lancement des campagnes médiatiques

Bien que certains HF activistes en France aient pu implémenter leurs objectifs *via* un

Tableau 4 – Stratégies des HF activistes au sein des entreprises visées

Catégories des stratégies	Fréquence
Intervention en privé auprès de la direction et du conseil d'administration	
Arrangement en privé avec la direction	11 %
Envoi d'une lettre au directeur général et au président du conseil d'administration	4 %
Lancement des campagnes médiatiques	10 %
Activités liées aux assemblées générales des actionnaires	
Batailles de procuration	5 %
Résolutions soumises à l'AG	18 %
Dépôt d'un document/Envoi d'une lettre à L'AMF	3 %
Action concerté	33 %
Litiges	
Recours judiciaire	11 %
Action associationnelle	5 %

arrangement privé avec la direction, d'autres n'hésitent pas à critiquer publiquement les dirigeants de la cible. Ce fût ainsi le cas de KV qui s'est opposé aux termes de la fusion de Suez avec GDF.

Engager un litige

Les HF activistes peuvent mandater des associations dans le but de défendre l'intérêt des actionnaires minoritaires. Ils peuvent également avoir recours à des procès juridiques dans le cadre de leur activisme actionnarial. Nous remarquons toutefois, que les HF activistes ne recourent pas fréquemment à ces deux modes de

contestation (11 % et 5 % des stratégies recensées) comparés aux actions de concert et le dépôt des résolutions actionnariales. Ceci peut être expliqué par le fait que les actions judiciaires et associationnelles, celles-ci engageant en général des procès à un stade précoce du processus d'activisme, sont considérées plutôt comme des stratégies émanant de l'activisme « défensif »¹³ alors que les HF activistes sont plutôt spécialisés dans l'activisme offensif. En ce sens, Girard (2010) observe, après la loi NRE (2001), une chute du nombre de recours judiciaires. Cela pourrait être dû au fait que certaines associations d'investisseurs

13. L'activisme défensif est un processus de contestation *ex-post* qui intervient après le conflit, lorsque les actionnaires dissidents se sentent expropriés (Huynh, 2010).

préfèreraient recourir à la médiatisation des conflits plutôt qu'à la menace ou aux actions judiciaires.

CONCLUSION

L'objectif de notre article est d'explorer l'activisme des HF dans le contexte français, phénomène qui reste encore peu étudié dans des contextes autres qu'américain. Nous avons conduit une étude portant sur une population de trente-huit entreprises sur une période allant de 1996 à 2013. À partir des données collectées, nous avons proposé une analyse des caractéristiques du comportement activiste des HF au sein des entreprises françaises. À l'issue de cette étude, nous avons pu identifier les objectifs et pratiques stratégiques des HF en matière d'activisme actionnarial, et examiner les conditions institutionnelles, culturelles et réglementaires de l'émergence des HF activistes en France.

Après la faillite de Lehman Brothers, *prime broker* de nombreux HF, ces derniers ont été accusés d'avoir aggravé la crise financière. De ce fait, une pression politique et médiatique sur la nécessité d'un engagement réglementaire plus étroit vis-à-vis des HF a fait l'objet de vifs débats qui ont abouti au titre IV du Dodd Frank Act promulgué le 21 juillet 2010 aux États-Unis et, en Europe, à la proposition de la directive européenne sur les gestionnaires des fonds d'investissements alternatifs (AIFM) de la Commission européenne approuvée le 11 novembre 2010. De ce fait, cette étude contribue également à évaluer si les mesures politiques doivent être considérées conjointement ou séparément. Elle peut aussi aider les dirigeants des entreprises françaises à envisager une planification proactive pour

répondre aux tactiques changeantes des HF et s'immuniser contre leur risque d'activisme. C'est à ce risque que le gouvernement français a tenté d'apporter une réponse avec la loi Florange. En effet, l'adoption de cette loi en 2014 s'inscrit dans une optique privilégiant les actionnaires à long terme. Elle prévoit d'accorder des droits de vote double aux actionnaires détenant des titres au nominatif depuis plus de deux ans. Au vu de l'activisme des HF, cette loi permettrait aux actionnaires de référence d'atteindre facilement la minorité de blocage et donc de rejeter une résolution actionnariale déposée par ces acteurs de marché agissant même en *wolf pack*. Cette disposition fût démontrée en France avec la bataille menée en 2015 par le HF PSAM sur Vivendi. Se pose alors la question : Quels sont les effets de la loi Florange dans ce paysage français des HF ? Les résultats de l'étude menée par [Bebchuk et al. \(2015\)](#) qui concluent à l'absence d'effets négatifs à long terme dans les cinq années suivant l'intervention des HF sur le marché américain ont été considérablement remis en cause par Martin Lipton en mettant l'accent sur ses lacunes analytiques et méthodologiques. Toutefois, une question reste entière, l'instauration de cette loi est-elle suffisamment justifiée alors qu'il n'existe à ce jour aucune étude traitant des effets à long terme de l'activisme des HF dans le contexte français ? La vision des HF est-elle réellement court-termiste comme le suggèrent les politiciens et les médias ? Quels sont les déterminants de l'activisme des HF dans les entreprises françaises ? Crée-t-il de la valeur pour les actionnaires dans le contexte français ? Toutes ces pistes mériteraient d'être explorées ultérieurement.

BIBLIOGRAPHIE

- Bebchuk L.A., Brav A. et Jiang W. (2015). "The long-term effects of hedge fund activism", *Columbia Law Review*, vol. 115, p. 1085-1153.
- Becht M., Franks J., Grant J. et Wagner H. (2015). "The returns to hedge fund activism: An international study", European Corporate Governance Institute, Working Paper.
- Bessière V., Kaestner M. et Lafont A.L. (2011). "Hedge fund activism: insights from a French clinical study", *Applied Financial Economics*, vol. 21, n° 16, p. 1225-1234.
- Bessler W., Drobetz W. et Holler J. (2015). "The returns to hedge fund activism in Germany", *European Financial Management*, vol. 21, n° 1, p. 106-147.
- Boyson N. et Mooradian R. (2011). "Corporate governance and hedge fund activism", *Review of Derivatives Research*, vol. 14, p. 169-204.
- Bratton W. (2007). "Hedge funds and governance targets", *The Georgetown Law Journal*, vol. 95, n° 5, p. 1375-1433.
- Brav A., Jiang W., Partnoy F. et Thomas R.S. (2008). "Hedge fund activism, corporate governance, and firm performance", *The Journal of Finance*, vol. 63, n° 4, p. 1729-1775.
- Capocci D. et Hübner G. (2004). "Analysis of hedge fund performance", *Journal of Empirical Finance*, vol. 11, p. 55-89.
- Clifford C. (2008). "Value creation or destruction? Hedge funds as shareholder activists", *Journal of Corporate Finance*, vol. 14, n° 4, p. 323-336.
- Fasterling B. (2007). « L'activisme actionnarial des hedge funds et gouvernance d'entreprise, synthèse des travaux académiques récents et introduction au sujet », *Revue Française de Gouvernance d'Entreprise*, n° 2, p. 127-142.
- Filatotchev I. et Dotsenko O. (2015). "Shareholder activism in the UK: types of activists, forms of activism, and their impact on a target's performance", *Journal of Management & Governance*, vol. 19, n° 1, p. 5-24.
- Girard C. (2010). "Success of shareholder activism: the French case", *Bankers, Markets & Investors*, n° 115, p. 26-36.
- Girard C. et Gates S. (2012). "Mobilizing investor networks behind shareholder Activism in France", *Bankers Markets & Investors*, n° 116, p. 66-74.
- Huynh Q.T. (2010). « L'activisme actionnarial sous l'angle des principes de Calabresi et Melamed : un arbitrage entre règles de propriété et règles de responsabilité », *Revue Sciences de Gestion*, n° 77, p. 77-91.
- Klein A. et Zur E. (2009). "Entrepreneurial shareholder activism: Hedge funds and other private investors", *The Journal of Finance*, vol. 64, n° 1, p. 187-229.
- La Porta R., Lopez-De-Silanes F. et Shleifer A. (1999). "Corporate ownership around the world", *The Journal of Finance*, vol. 54, n° 2, p. 471-517.

La Porta R., Lopez-De-Silanes F., Shleifer A. et Vishny R. (1998). “Law and Finance”, *Journal of Political Economy*, vol. 106, p. 1113-1150.

Lee S.H., Yoo T. (2008). “Competing rationales for corporate governance in France: Institutional complementarities between financial markets and innovation systems”, *Corporate Governance*, vol. 16, n° 2, p. 63-76.

Monarcha G. et Teiletche J. (2013). *Les hedge funds*, La Découverte Repères, Paris.

Mietzner M. et Schweizer D. (2014). “Hedge funds versus private equity funds as shareholder activists in Germany – differences in value creation”, *Journal of Economics and Finance*, p. 1-28.