

## STRATÉGIES ACTIVISTES ET CRÉATION DE VALEUR

D'origine anglo-saxonne, les stratégies activistes suscitent des questions comme celle des impacts en termes de création de valeur. Est-ce une voie pour stimuler des entreprises endormies ou d'autres mal gouvernées? Ou bien les actionnaires activistes visent-ils plutôt des objectifs de court terme en prenant part, par exemple, à des opérations de rapprochement? Quoi qu'il en soit, le nombre de sièges d'activistes progresse au sein des conseils d'administration. Le point de vue de Christophe Nijdam, expert du monde financier.

La main invisible du marché d'Adam Smith est souvent tremblante et hésitante quand la gouvernance de l'entreprise manque de vision stratégique: dans l'obscurité, elle peut ainsi avoir besoin d'être guidée temporairement par une main plus ferme, comme celle d'un investisseur activiste, pour la remettre sur la bonne voie. D'après une étude de la banque Lazard, l'année 2018 a été celle des records en matière d'activisme actionnarial au niveau mondial, avec 226 sociétés cotées ciblées par 131 investisseurs activistes, un nombre en augmentation de 20 % sur les 188 cibles de 2017. En termes de capitaux engagés par les activistes (\$65 milliards), la croissance est plus modeste (+4 %). Il faut relativiser ces chiffres car, si l'activisme fait désormais la « une » de la presse spécialisée, les campagnes activistes n'ont concerné que 0,49 % des sociétés

cotées dans le monde et les capitaux en jeu n'ont représenté que 0,16 % de la capitalisation boursière mondiale à fin 2018.

### LA THÉORIE DU "PASSAGER CLANDESTIN"

L'américain Elliott, avec des actifs sous gestion de \$30 milliards, est le fonds activiste le plus connu en France, notamment au travers de son incursion au capital de Pernod-Ricard à hauteur de 2,5 % en décembre 2018 représentant un investissement proche de €1 milliard. C'est aussi le plus prolifique au niveau mondial avec 22 nouvelles campagnes lancées en 2018. Souvent diabolisé comme étant une stratégie opportuniste et court-termiste (« *sacrificing the future for a quick buck* »), l'activisme n'a pas bonne presse, surtout dans l'hexagone, alors qu'il joue un rôle de stimulation de belles

endormies sur leurs lauriers ou d'électrochocs d'entreprises mal gérées. Il règne un brin d'hypocrisie au sein d'une partie des gérants d'actifs qui peuvent parfois critiquer publiquement l'activisme, tout en profitant discrètement de ses bienfaits (à savoir la hausse du cours de Bourse des cibles), illustrant la théorie du « passager clandestin » (qui consiste à bénéficier d'un avantage sans y avoir investi autant d'efforts – argent ou temps – que le protagoniste actif). Dans le cas de Pernod-Ricard, le cours de l'action a progressé de 18,5 %, contre 17,4 % pour le CAC40 sur les 203 jours entre l'avant-veille (10 décembre 2018) de l'annonce de la campagne et le 1<sup>er</sup> juillet 2019 (date de rédaction de cet article).

### LES 3 LEVIERS D'UNE STRATÉGIE ACTIVISTE

Le légendaire T. Boone Pickens, PDG de la société gazière américaine Mesa Petroleum dans les années quatre-vingt, a été l'un des précurseurs de l'activisme, présenté par ses détracteurs comme un *raider* ou un *green-mailer* (contraction des mots *greenback*, une image picturale du dollar en argot, et *blackmail*, décrivant un acte délictuel de chantage). Lors des assemblées générales où la direction en place prônait la patience aux actionnaires, il argumentait: « le *management* de l'entreprise vous demande à nouveau plus de temps pour continuer... à faire les mêmes erreurs! » À la critique du court-termisme, il répondait:



**CHRISTOPHE NIJDAM, MEMBRE DE LA SFAF, EST RESPONSABLE DE LA RECHERCHE EUROPÉENNE D'ECGS** (Expert Corporate Governance Service), une *joint-venture* pan-européenne de conseil en gouvernance dirigée par Proinvest, qui couvre 500 sociétés européennes cotées. Il est administrateur de « La Finance Pour tous », présidée par Christian Noyer, et de l'A.D.A.M., présidée par Colette Neuville. Il a été tour à tour banquier aux États-Unis, analyste bancaire pendant la crise des *subprimes*, dirigeant d'une ONG spécialisée sur la réglementation post-crise, membre des collèges consultatifs de l'Autorité européenne des marchés financiers (ESMA) et de l'Autorité bancaire européenne (EBA) et il a enseigné à Sciences-Po Paris pendant 18 ans. Christophe Nijdam, co-auteur de « Parlons banque en 30 questions »<sup>1</sup> et auteur de « Calculatrix, 85 astuces pour jongler de tête avec les chiffres »<sup>2</sup> vient de publier « La finance pour les nuls en 50 notions clés », paru aux Éditions First en mai 2019.

### ACTIVISM AND SHAREHOLDER VALUE CREATION

According to a Lazard review, 2018 was a record year in terms of activism campaigns. Activism has a bad reputation in some investor circles, although these investors benefit from the "free rider" theory, thanks to activists who rattle Sleeping Beauty corporates or shake up poorly managed companies. Activism strategies embark in creating shareholder value by leveraging corporate governance and/or operating business model and/or value enhancement engineering.

Christophe Nijdam  
La revue Analyse Financière  
July 2019 - [www.sfaf.com](http://www.sfaf.com)  
[analysefinanciere.org](http://analysefinanciere.org)

AUTEUR CHRISTOPHE NIJDAM

« un investissement à long terme, c'est un investissement à court terme qui... a déraillé! » C'est le même pionnier, haut en couleur, qui a milité pour que la SEC vote en faveur de la règle fondatrice de la démocratie actionnariale « une action, un seul et unique droit de vote » en 1998.

Les stratégies activistes de création de valeur consistent à actionner trois leviers dans l'entreprise-cible, de façon chronologique ou concomitante ou discriminante (liste non exhaustive):

- le levier de la gouvernance (Le conseil d'administration étant la tour de contrôle et d'aiguillage de la stratégie de l'entreprise), en y faisant élire si nécessaire des administrateurs indépendants d'esprit, libres de tout intérêt et reconnus pour leur compétence sectorielle;
- le levier de la rentabilité opéra-

tionnelle en limitant le gaspillage des ressources de l'entreprise, que ce soit par une politique d'investissements plus disciplinés (croissance organique ou externe) ou par des dépenses d'exploitation moins excessives, mieux calibrées et plus efficaces;

- le levier de la valorisation par une politique de dividende et de rachat d'actions plus importants (lire sur ce sujet l'article de J.-F. Rérolle – la revue *Analyse financière* n° 71 – avril-juin 2019), des cessions d'activités sous-performantes (qui obèrent le financement des branches plus porteuses) et/ou des scissions (*spin-off*).

Quelle différence entre l'activisme d'un Bolloré et celui d'Elliott, deux approches qui se sont directement confrontées chez Telecom Italia? Le premier cherche à prendre le contrôle de

manière larvée et minoritaire, avec l'argent des autres (*other people's money*), sans payer de prime de contrôle au détriment des autres actionnaires, tandis que le second cherche à catalyser et fédérer un actionariat éclaté autour d'une vision stratégique destinée à mieux valoriser l'entreprise au bénéfice de tous les actionnaires.

Le juge de paix, c'est finalement le cours de Bourse: on a rarement vu un activiste s'attaquer à une entreprise correctement valorisée sur les marchés, validant le proverbe disant que « le chien attaque toujours celui qui a les pantalons déchirés ». Certes, il peut aussi arriver que « le chien aboie et la caravane passe »... ■

Achevé de rédiger le 1<sup>er</sup> juillet 2019

(1) En collaboration avec Jézabel Couppey-Soubeyran, *La Documentation française*, deuxième édition en 2018.

(2) *Les Liens qui Libèrent*, édition française en 2017 ; édition coréenne en 2018 ; éditions italienne et espagnole en 2019.

# AU-DELÀ DE L'INFORMATION, DÉCOUVREZ UNE AUTRE VISION DE L'ANALYSE FINANCIÈRE.

La SFAF (Société Française des Analystes Financiers) est le regroupement d'environ 1 600 membres, tous professionnels de l'investissement et du financement, autour d'un puissant réseau et d'une vision nouvelle des grands enjeux économiques et financiers.

### Ses missions ?

- Contribuer à l'évolution des professions financières,
- Enrichir les réflexions de place au travers des échanges avec les autorités de tutelle,
- Faire avancer les débats et les idées grâce aux travaux conduits par ses commissions,
- Accompagner les sociétés cotées dans leurs actions de communication financière,
- Proposer une formation diplômante et continue, reconnue internationalement.



la SOCIÉTÉ FRANÇAISE des ANALYSTES FINANCIERS



sfaf.com