

## ACTIVISME : SI VIS PACEM, PARA BELLUM

*par Stéphanie Lhomme,  
Senior Managing Director – Forensic Investigations and Litigation Consulting,  
Jérémie Kreitz, Senior Director – Forensic Investigations and Litigation Consulting,  
et Arnaud de Cheffontaines, Senior Director Strategic Communications,  
FTI Consulting*

©FTI Consulting



*Stéphanie Lhomme*



*Jérémie Kreitz*



*Arnaud de Cheffontaines*

**I**nvestisseur de renommée mondiale, Carl Icahn l'affirme sans complexe : « Si je suis arrivé à faire autant d'argent, c'est parce que les sociétés sont mal gérées ». Icahn est en effet considéré comme l'un des pionniers, certes controversés, de l'investissement dit « activiste ».

Depuis ses débuts dans les années 80 aux côtés d'autres tels que Nelson Peltz ou Guy Wiser-Pratt, les « raiders » étaient déjà la bête noire des conseils d'administration et des directions d'entreprises. Leurs pratiques, en particulier les OPA hostiles et les démembrements, ont fait couler beaucoup d'encre en particulier en Europe où la présence d'investisseurs proactifs, qui n'hésitent pas à mettre sur la table des sujets délicats, n'est pas coutumière comme aux Etats-Unis.

La tendance amorcée s'est depuis renforcée, structurée, diversifiée et continue aujourd'hui de se développer sur de nouveaux fronts : Shire, Crédit Suisse, Danone, Nestlé,

Casino, Ubisoft et dernièrement Bayer et Pernod Ricard ont tous fait ou font l'objet d'activisme, le plus souvent soutenu par des investisseurs non-européens qui voient en l'Europe leur nouveau champ d'action. Ainsi, depuis le mois de janvier 2018<sup>1</sup>, 112 entreprises européennes ont fait l'objet de demandes publiques d'investisseurs activistes.

### **QUI SONT EXACTEMENT CES INVESTISSEURS ACTIVISTES ?**

Un investisseur activiste est une personne morale ou physique qui parvient, en exerçant une forte pression sur le conseil d'administration et le management à partir d'une participation minoritaire, à s'immiscer dans la gestion d'une société cotée pour en influencer la stratégie. En quelque sorte, ces investisseurs cherchent à mettre la main sur certaines entreprises cotées sans s'acquitter de la prime de marché, comme le feraient des fonds ou partenaires industriels pour en prendre le contrôle.

<sup>1</sup> Activist Insight, Activist Investing in Europe, novembre 2018

Les fonds activistes sont d'abord attirés par les dysfonctionnements de l'entreprise qui peuvent être rapidement résolus. Stratégie, exécution, gestion des coûts, endettement sont autant de caractéristiques attaquables. Mais la concurrence est féroce et les cas simples rares. L'une des conséquences légitimes, corollaire de la montée de l'activisme actionnarial, est une meilleure préparation des entreprises, qui force les activistes à suivre leur exemple. Ils mènent de nos jours des campagnes beaucoup plus complexes, déploient davantage de ressources, augmentent la taille et le nombre de leurs cibles, ce qui alimente l'expansion activiste en Europe et en France en particulier.

Aujourd'hui, la volonté de certains activistes d'orchestrer un changement répond également plus souvent à des revendications sociétales. C'est l'objectif d'une série d'organisations telles que « Interfaith Center on Corporate Responsibility » ou « As You Sow », des groupements d'actionnaires qui utilisent leurs participations comme levier d'influence pour faire avancer la gestion des déchets, l'accès aux soins ou l'agriculture responsable par exemple. L'arrivée cette année de Sting, chanteur engagé de la première heure, et de sa femme Trudie Styler chez Jana Capital en est un bon exemple. En effet, leur présence au conseil d'un fonds de spécialisé dans l'activisme socialement responsable lance certainement une nouvelle forme d'activisme actionnarial et peut être de capitalisme.

### COMMENT LES ACTIVISTES OPÈRENT-ILS ?

Présenté simplement, un activiste vise à obtenir un retour sur investissement tirant profit de l'écart entre la valeur perçue d'une société et son prix en bourse. On distingue ainsi deux catégories principales d'activistes : les « opérationnels » qui souhaitent influencer sur la stratégie commerciale, la gestion opérationnelle, la recherche et le développement, le management et sa rémunération, et les « transactionnels » qui essayent de faire valoir la liquidité d'une entreprise en rapatriant le cash, en s'attaquant au bilan, au rendement ou en vendant certains actifs pour influencer plus rapidement sur le prix de l'action.

Les méthodes employées pour provoquer les changements souhaités dépendent des objectifs de la campagne et, surtout, du type d'actionnaires déjà présents au capital de la société : fonds communs, investisseurs institutionnels, assurances, fonds de pension, hedge funds, etc. Employant parfois la notion de « démocratie actionnariale », les activistes peuvent alors être soutenus pour négocier avec le Conseil d'administration, ou de manière plus directe, y siéger en déployant des stratégies d'influence et des campagnes de communication ciblées. Si certains actionnaires peuvent saluer la venue d'un activiste au capital, espérant qu'elle amorcera une nouvelle dynamique boursière, les

membres exécutifs chercheront généralement à se détacher d'une telle « ingérence » publique qui vise à les dévier de leur stratégie initiale – pour le meilleur comme pour le pire.

Si l'on constate un léger recul des campagnes d'opposition aux opérations de M&A en 2018, les campagnes sont de plus en plus opérationnelles en Europe et surtout en France. Un activiste français en particulier, CIAM, fait parler de lui en utilisant le changement de gouvernance comme cheval de Troie pour s'introduire dans les plus grands groupes. CIAM est par exemple intervenu en justice face à SFR pour éviter que ne soient prélevés des frais de gestion jugés surélevés qui devaient rémunérer la maison mère, Altice. D'autres d'activistes, comme Muddy Waters face au groupe Casino depuis 2015, utilisent des méthodes historiques et parient sur la baisse de la valeur d'une société, déclarant que celle-ci est surévaluée et utilisant un arsenal complet déjà éprouvé.

Des acteurs économiques et sociétaux que l'on peut qualifier d'activistes ont souvent les mêmes intérêts que les actionnaires. Il peut s'agir d'ONG, de lanceurs d'alerte, de journalistes d'investigation, parfois même d'actionnaires individuels qui, de leur propre chef ou de concert, avec un agenda révélé ou non, œuvrent à mettre les entreprises devant leurs responsabilités sociétales et environnementales. Ceux-ci se distinguent des activistes institutionnels mais ne doivent pas être ignorés car ils peuvent constituer un risque majeur de réputation pour les entreprises et leurs dirigeants, en particulier dans un environnement où la société civile prend en main certains sujets.

Les exemples de telles organisations ne manquent pas : Sherpa, Greenpeace, Transparency, Global Witness etc. Les journalistes de renom, tels qu'Elise Lucet et son émission Cash Investigation en France, les journaux à forte influence ainsi que les consortiums internationaux de journalistes d'investigation (tel ICIJ) ont révélé ces dernières années bon nombre de scandales financiers et autres « leaks » qui font partie intégrante de l'écosystème activiste. Un exemple très médiatisé peut être évoqué : à la suite de l'effondrement au Bangladesh en 2013 du Rana Plaza qui a causé la mort de dizaines de travailleurs, plusieurs collectifs activistes se sont mobilisés pour dénoncer publiquement les conditions de travail des employés des sous-traitants de grandes enseignes. Les investigations menées par ces collectifs ont mis en lumière des pratiques de pression économique malgré les interdictions contractuelles. Ces activistes ont alors dévoilé des actes de publicité mensongère de certains qui revendiquaient dans leur rapport annuel des actions de responsabilité sociétale fictives.

## QUE PEUT FAIRE L'ENTREPRISE SI ELLE EST OU ESTIME ÊTRE LA CIBLE D'ACTIVISTES ?

La nature des attaques activistes évolue et leurs visages sont multiples. Cependant, pour convaincre, un activiste voudra raisonnablement apparaître comme un chevalier blanc, Robin des Bois au service des petits actionnaires floués par la mauvaise gouvernance des plus grands. Il s'efforcera de faire basculer la gouvernance en employant d'importants moyens financiers et juridiques, en recherche industrielle et économique, en communication et en influence, localement et à l'international.

La première et la meilleure façon de se protéger reste la même : « se connaître soi-même ». Il faut s'engager pleinement dans une analyse approfondie et objective de ses propres faiblesses et vulnérabilités. Cette « self-due diligence » implique la mise en place de systèmes de revue stratégique et d'investigation internes portant sur les aspects de gouvernance, de performance, de communication et de conformité aux réglementations en vigueur. L'objectif est d'identifier de potentiels manquements opérationnels ou éthiques à la stratégie et la « mission » d'entreprise désormais mise en avant en France par la loi « Pacte ». Plus cette démarche est proactive et étendue, plus la réponse pourra être rapide et efficace devant l'assemblée des actionnaires. Une telle revue peut répondre à de nombreuses questions, dont par exemple :

- Notre positionnement correspond-il à notre stratégie de long-terme ?
- Notre mode de gouvernance est-il suffisamment robuste et permet-il une agilité suffisante pour répondre aux enjeux du marché ?
- Sommes-nous actuellement sous ou surévalués ? Quelle serait une évaluation objective de notre performance, de nos actifs ?
- Le management est-il rémunéré de façon appropriée ?
- La qualité de notre communication financière est-elle suffisante ?
- Existe-t-il des risques de conformité (corruption, environnement...) ? Notre chaîne d'approvisionnement est-elle conforme aux normes et aux devoirs de vigilance ?
- Nos récentes acquisitions ont-elles apporté la valeur et la croissance prévues ou ont-elles détruit de la valeur ?
- Prenons-nous en compte les enjeux sociétaux dans notre stratégie ?

Une fois ces risques cartographiés et détaillés, l'entreprise aura un temps d'avance pour éventuellement contre-atta-

quer. Elle pourra également remédier à certaines défaillances et donner corps à sa stratégie de défense au travers de l'amélioration de sa performance, de sa communication, de ses relations avec les investisseurs. Son management sera prêt et, in fine, renforcera la crédibilité du conseil d'administration. En gestion de crise, la préparation est la clé.

Cependant cela ne s'arrête pas là. En effet, l'activiste de renom Nelson Peltz avait pour mantra : « I'd rather be rich than right ». L'opportunisme prime. Même si tout est en ordre, l'activiste tentera coûte que coûte de secouer la maison à son profit. C'est pourquoi une stratégie offensive ne doit pas être négligée et doit aller de pair avec la tactique défensive. Dès les premiers signaux d'une prise de participation ou d'une attaque d'activistes financiers ou extra-financiers – les deux pouvant aller de pair – il est aussi important pour le comité exécutif et le conseil d'administration de diligenter les recherches afin de jauger des failles de l'assaillant. Il s'agit à nouveau de répondre à certaines questions, par exemple :

- Quel est le profil et l'historique de l'activiste ?
- Qui sont ses avocats, appuis financiers et politiques, connus ou occultes ?
- Quels sont ses modes opératoires privilégiés ?
- Quelles ont été ses succès et ses échecs dans le passé, plus récemment ?
- Quels sont les actionnaires avec qui il serait susceptible d'avoir forgé des alliances ?
- Quelles parties prenantes pourraient bénéficier d'un affaiblissement financier, de notoriété, ou opérationnel de la société ?

Alors que les encours des activistes ont atteint des sommets avec près de 300 milliards de dollars investis<sup>2</sup> fin 2018, certaines fissures apparaissent fréquemment, en particulier des taux d'à peine plus de 50% de campagnes victorieuses et l'incapacité d'une majorité d'entre eux à battre des indices de référence tels que le S&P 500<sup>3</sup>. Chaque investisseur peut être tenté par l'activisme pour corriger une mauvaise trajectoire d'investissement mais seule l'entreprise préparée, qui peut se défendre à armes égales, pourra le convaincre à nouveau. Son management sortira alors grandi, ayant évité une crise, grâce à une communication maîtrisée. Pour conclure, rappelons néanmoins que le nombre de premières campagnes initiées n'a cessé de progresser en 2018... une statistique augurant un maintien de la pression activiste en 2019.

<sup>2</sup> Deloitte, Activist Investors channelling 300 billion US dollars, décembre 2018

<sup>3</sup> Activist Insight, The Activist Investing Annual Review 2018, janvier 2018