

Le capitalisme français face aux activistes

LA CHRONIQUE DE

AUGUSTIN LANDIER
ET DAVID THESMAR



Alors que le reste de la planète finance semble entrer en hibernation, les fonds activistes (qui représentent moins de 5 % des « hedge funds ») occupent ce printemps le devant de la scène parisienne. Le mouvement est d'ailleurs mondial, comme en témoigne, outre-Atlantique, le face-à-face Yahoo ! - Carl Icahn.

Que font les fonds activistes ? Ils prennent des participations dans des entreprises qui leur semblent mal gérées et donc sous-valorisées, et cherchent à en infléchir la stratégie. Il s'agit en général de mesures radicales que la direction se refuse à prendre spontanément, comme le recentrage par cession d'activités non stratégiques ou l'acceptation d'une OPA hostile. Toutes mesures supposées faire remonter la rentabilité, donc le cours de Bourse.

A première vue, les activistes frappent par leur courte vue en matière industrielle. Ils prennent des participations, à horizon très court, très minoritaires, vendent l'entreprise à l'encan, et repartent fortune faite. Mais les apparences sont trompeuses. Certes, certains fonds restent moins de un an au capital, mais cela ne les empêche pas d'être intéressés par le long terme. En effet, si la stratégie qu'ils préconisent détruit l'entreprise à terme, le cours de Bourse plongera, et ces fonds perdront leur mise. Deuxièmement, c'est justement le caractère très minoritaire des participations de ces fonds qui rend le processus plus transparent : incapable d'emporter à eux seuls les décisions, ils doivent susciter l'adhésion du reste de l'assemblée générale. C'est alors, programme contre programme, une bataille électorale, facilement remportée par la direction si sa stratégie est claire (ce qui arrive le plus souvent). De ce point de vue l'activisme moderne représente une amélioration par rapport au bon vieux contrôle rampant, qui aboutissait à donner le contrôle intégral de l'entreprise à un gros actionnaire, bien souvent au détriment des minoritaires. Ce que suggère l'intuition économique, l'analyse sta-

tistique le confirme dans un article à paraître dans le « Journal of Finance » (1). En moyenne sur plus de 1.000 interventions, les chercheurs concluent que les cibles des fonds activistes connaissent une hausse durable de leurs cours et de leur rentabilité.

Alors, pourquoi une telle méfiance ? Tout d'abord, parce que le citoyen n'a pas le sentiment de toucher les dividendes de cet activisme, qui profite avant tout aux actionnaires (souvent étrangers) des sociétés. Beaucoup pensent également que la quête du profit le plus élevé n'est pas compatible avec le bien commun ni même avec celui de l'entreprise elle-même : il faudrait donc limiter l'influence des actionnaires. Outre que l'opposition entre projet industriel et logique de rentabilité n'a rien d'évident (rendements boursiers et croissance maîtrisée vont en général de pair), un tel type de mesure reviendrait donc à confier à la direction de l'entreprise le soin de déterminer le délicat équilibre entre profit, investissement et responsabilité sociale. Or, dans ce domaine, il faut se garder de prendre le discours du management au pied de la lettre : la défense du projet industriel ou de l'intérêt des « parties prenantes » est une rhétorique efficace dans un pays nostalgique de la grande industrie et qui voue une admiration fétichiste de ses champions.

Au final, parmi les suspicions qu'engendre l'activisme, il y a un doute profond sur la capacité de l'assemblée générale à choisir le « bon » projet. Lorsque les actionnaires sont des petits porteurs, le risque de tomber sous la coupe d'un tribun talentueux qui conduira l'entreprise à la déroute est important. En ce sens, la professionnalisation de l'activité d'actionnaire est une bonne chose. Mais c'est également une arme à double tranchant : les sociétés de gestion peuvent appartenir à des groupes financiers qui bénéficient pour d'autres raisons de bonnes relations avec la direction (par exemple, comme banquier-conseil dans les opérations de fusions-acquisitions). Comme toutes les démocraties, l'actionnariale n'est donc exempte ni de corruption, ni de démagogie. Mais il y a toutes les raisons de douter que le despotisme éclairé des managers soit un système préférable.

AUGUSTIN LANDIER est professeur assistant à l'université de New York (NYU Stern).

DAVID THESMAR est professeur associé à HEC et directeur scientifique du BNP Paribas hedge fund center.

(1) « Hedge Fund Activism, Corporate Governance, and Firm Performance », par Alon Brav, Wei Jiang, Frank Partnow, and Randall Thomas