

MARCHÉ FINANCIER

1438

L'impact de l'action des fonds activistes sur la valeur actionnariale

Cette étude envisage la question de savoir quel est l'impact des fonds activistes sur les entreprises, c'est-à-dire à la fois sur les actionnaires des sociétés visées et sur les autres parties prenantes que sont les salariés et les créanciers.



Étude rédigée par :

Maurice Nussenbaum,
professeur de Finance à l'Université Paris
Dauphine - PSL (émérite), expert de justice
en économie et finance

1 - Le 18 juillet 2018, le journal Les Échos titre « Les activistes n'ont jamais autant fait pression sur les entreprises » et à l'appui évoque « Le hedge fund Elliott, très offensif depuis janvier » en soulignant notamment qu'après avoir gagné la bataille pour le contrôle du conseil d'administration de Telecom Italia, il serait sur le point de mettre la main sur le club de football AC Milan. Autant d'illustrations de la présence des fonds activistes qui sur le 1^{er} semestre 2018 auraient investi plus de 40 Mds \$.

Leur action est le plus souvent critiquée par les grands groupes victimes de leurs assauts.

La question se pose donc de savoir quel est leur impact sur les entreprises, c'est-à-dire à la fois sur les actionnaires des sociétés visées et sur les autres parties prenantes que sont les salariés et les créanciers.

La plupart des études académiques qui vont être présentées dans cet article montrent que les mécanismes de protection des dirigeants, en place notamment à travers les « *classified boards* » ou les pilules empoisonnées, contribuent à détruire de la valeur actionnariale.

2 - Mais il convient préalablement de définir les différentes catégories d'activistes dont on parle. Édouard Dubois, représentant de Blackrock¹, souligne qu'il n'existe pas de définition de l'activisme si ce n'est de dire qu'il s'agit de fonds qui font pression sur le management en place pour qu'il gère l'entreprise dans l'intérêt des actionnaires ce qui est en fait normal de tout actionnaire.

Les investisseurs activistes constituent une catégorie parmi l'ensemble des fonds investissant dans les sociétés cotées : tout d'abord les investisseurs institutionnels qui comprennent les fonds indiciels qui constituent de loin le groupe d'investisseurs le plus important.

Leur éventuel soutien aux fonds activistes est souvent essentiel dans le succès de leurs stratégies. En effet, dans les années récentes, la détention directe d'actions par les investisseurs individuels a été en diminution constante au profit des institutionnels (qui incluent la catégorie des fonds indiciels qui ont généralement une stratégie d'investissement passive) et ils représentent aujourd'hui moins de 10 % du capital des sociétés cotées. Cette évolution est essentielle compte tenu du très fort absentéisme des actionnaires individuels (seulement 28 % exerçaient en 2016 leur droit de vote aux États-Unis contre 91 % pour les institutionnels).

Les investisseurs activistes sont le plus souvent des *hedge funds* et constituent une sous-catégorie de la catégorie des *hedge funds event driven*.

Leurs actifs sous gestion dépendent le plus souvent de la conjoncture et de leurs résultats. C'est ainsi qu'ils ont connu une baisse en 2016. Ils se manifestent par des campagnes en vue d'obtenir des sièges dans le conseil d'administration de leurs cibles.

On les distingue plus par leurs objectifs que par leur nature : il y a tout d'abord ceux qui veulent obtenir des changements dans la gouvernance et pour cela souhaitent entrer dans les conseils. Ils veulent convaincre que la société est sous-évaluée par rapport à son potentiel et qu'une politique différente menée par des dirigeants différents permettra de créer de la valeur actionnariale. On compte parmi eux une minorité de purs agitateurs qui n'ont pas nécessairement de stratégie arrêtée en dehors de leur demande de changement.

Une autre catégorie, plus importante veut essentiellement obtenir des changements stratégiques notamment dans les objectifs, la structure financière ou encore la politique de rémunération des dirigeants.

3 - Il est donc très important pour les dirigeants en place de bien discerner quels sont les objectifs recherchés par les activistes qui investissent dans leur société pour pouvoir leur répondre de manière appropriée.

Il existe aussi des activistes « *short driven* » qui constituent une autre sous-catégorie des *hedge funds event driven*. Ceux-ci vont considérer que la société est surévaluée et essaient de tirer profit d'une baisse attendue. Ils n'auront pas d'influence sur la stratégie et la gouvernance et seront *a priori* les plus court termistes.

1 V. É. Dubois, intervention in *Fonds activistes : opportunités ou menace pour l'économie ?* : JCP E 2018, 1439.

Quant à la notion de « long terme », il ne s'agit pas tant d'une question de durée que de prise de conscience qu'il existe une différence entre le court terme dans lequel une action peut avoir un intérêt particulier pour une catégorie d'actionnaires alors que cette même décision pourra avoir des effets défavorables à plus long terme.

Les études d'impact de ces fonds sur une longue période sont menées à l'aide d'indice de gouvernance comme le G. de Gompers. Elles permettent d'analyser l'impact des fonds activistes² et de répondre à la question de leur contribution à la création de valeur à long terme pour les actionnaires et les autres « *stake holders* ».

Cependant, si on s'accorde à reconnaître une effective création de valeur actionnariale, certains auteurs considèrent qu'il s'agit d'un simple transfert au détriment des autres « *stake holders* », créanciers et banquiers.

L'hypothèse principale est cependant celle d'une contribution de l'activisme à réduire les problèmes d'agence en disciplinant les conseils et le management. Il les oblige à revoir la stratégie de manière plus rigoureuse et à aligner leurs intérêts avec ceux attendus par le marché³.

Un *survey* de Dominic Barton⁴ mené auprès d'administrateurs indiquait qu'ils font l'objet d'une pression forte pour avoir des résultats à court terme alors que la mise en œuvre d'une stratégie requiert un horizon de l'ordre de 3 ans pour montrer des résultats tangibles.

De la même manière, l'activisme renforce cette pression à travers le conseil sur toutes les catégories d'actionnaires et notamment les managers qui bénéficient de gains optionnels tels que *stock-options* ou *carried* et qui ont besoin d'extérioriser des gains à court terme.

4 - Il convient donc de faire un examen de la littérature académique pour s'interroger sur la réelle propension des investisseurs activistes à privilégier leurs intérêts à court terme par rapport aux intérêts à long terme de la communauté des actionnaires.

Il faut pour cela tout d'abord approfondir la distinction évoquée plus haut entre investisseurs institutionnels et activistes et ensuite analyser la problématique de création de valeur des activistes.

1. Différence entre investisseurs institutionnels et activistes

A. - Les institutionnels

5 - Les institutionnels ont des portefeuilles très diversifiés et sont guidés par des préoccupations de bon fonctionnement de la gouvernance. Ils sont plus « *voice* » que « *exit* »

Aux États-Unis ils se trouvent investis dans des sociétés où ont souvent été mis en place des « *poison pills* » ou des « *staggered boards* ».

2 M. Cremers et A. Ferrel, *Thirty years of shareholders rights and firm value* : *Journal of Finance*, Vol. 69, n° 3, p. 1167, 1196, 2014.

3 J. Cyriac, S. Otto et D. Wells, *The benefits of thinking like an activist investor* : *Mc Kinsey & company Corporate Finance*, juin 2017.

4 D. Barton et M. Wiseman, *Investing for the long term* : *Mc Kinsey on Investing Winter 2014/2015*, p. 1-6 - 2014.

Leur durée de présence dans les sociétés n'est pas systématiquement différente de celle des autres catégories d'actionnaires⁵ sachant que les fonds de pension sont ceux qui ont la durée de présence la plus importante mais d'une manière globale ces durées s'échelonnent entre 1 et 2 ans.

On peut évoquer dans cette catégorie Calpers, CALSTRS ou BlackRock.

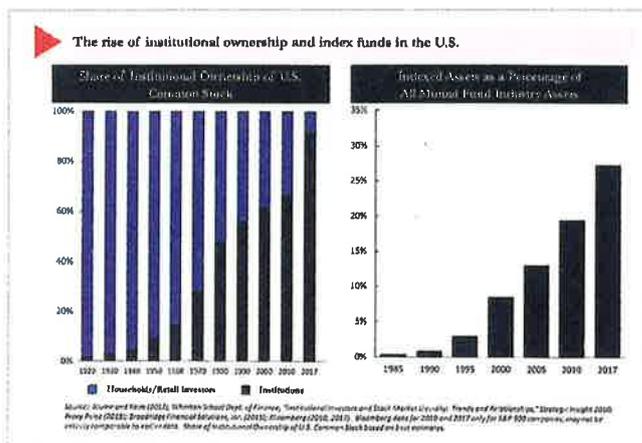
Tableau n° 1

MEDIAN STOCK HOLDING PERIOD FOR DIFFERENT CATEGORIES OF INVESTMENT FUNDS (IN YEARS)				
Year	Banks: Stock Duration	Investment Companies: Stock Duration	Pension Funds: Stock Duration	Others: Stock Duration
1985	1.23	1.11	0.85	1.75
1990	1.67	1.26	1.68	2.18
1995	1.41	1.29	1.80	1.71
2000	1.37	1.15	1.48	0.82
2005	1.73	1.36	2.17	0.79
2010	1.62	1.41	2.00	1.23
Total	1.50	1.23	1.72	1.00

Source: Cremers, Pareek, and Sautner "Stock Duration and Misvaluation", SSRN No.2190437, December 2012

6 - Globalement les investisseurs institutionnels, quelle que soit leur catégorie, ont vu leur part augmenter dans la capitalisation boursière globale et représentent aujourd'hui plus de 90 %⁶.

Tableau n° 2



B. - Les activistes

7 - Il s'agit essentiellement d'investisseurs activistes intervenant dans des *hedge funds* (HFA).

Selon une étude de Bratton⁷, les objectifs des *hedge funds* activistes ne sont pas de prendre le contrôle des entreprises dans lesquelles ils investissent mais d'influencer leur stratégie et leur gouvernance :

5 V. tableau n° 1.

6 V. tableau n° 2.

7 William W. Bratton, *Hedge funds and governance targets* : *Georgetown Law Journal and Economics Research Papers* n° 928689 - 2007.

- revendre la société ;
- faire des *spin offs* ;
- sortir du cash, faire des rachats d'actions, restructurer la dette ;
- changer la gouvernance, la stratégie ou le management ;
- rechercher des opportunités de consolidation ;
- modifier les structures capitalistiques notamment dans des situations de surcapitalisation ;
- améliorer les distributions de dividendes ou les rachats d'actions (ex : ICAHN oblige Apple en 2014 à racheter pour 114 Md\$ d'actions après avoir pris une importante position dans l'entreprise) ;
- céder des actifs non stratégiques ;
- profiter de situations d'actionnariat dispersé ;
- exploiter les faiblesses de la gouvernance ;
- provoquer des opérations de revente en obligeant les cibles à se vendre pour bénéficier de prime d'OPA ;
- réorienter la stratégie comme le fit Trian entre 2015 et 2017 en obligeant GE à se restructurer.

8 - Leur période de détention est en moyenne autour de 250 jours soit très inférieure à celle des institutionnels⁸.

Ils sortent de la société le plus souvent après des batailles de mandats (*proxy contests*). On peut évoquer dans cette catégorie ELLIOTT, ICAHN ainsi que Trian, JANA...

Au total 260 *hedge funds* activistes sont engagés dans des stratégies activistes (JP Morgan 2017).

On observe, par ailleurs, que les investisseurs institutionnels apportent un soutien de plus en plus soutenu aux stratégies des activistes.

C. - Le mode d'intervention des activistes

1° Les activistes ciblent pour leurs actions des objectifs particuliers

9 - Les tailles des cibles se sont accrues de sorte qu'aujourd'hui la taille n'est pas un obstacle comme le montrent des opérations comme PepsiCo, Netflix, HP Vivendi, P and G...

Les activistes procèdent en accumulant des participations et en s'adressant publiquement au management pour obtenir des changements notamment sur leur système de rémunération dès lors qu'il n'est pas assis sur la performance⁹ :

- ils réclament la désignation d'administrateurs ;
- ils peuvent également peser pour obtenir la vente de la société ;
- pour parvenir à leurs objectifs, ils vont exercer différentes formes de pression sur le management.

Tableau n° 3

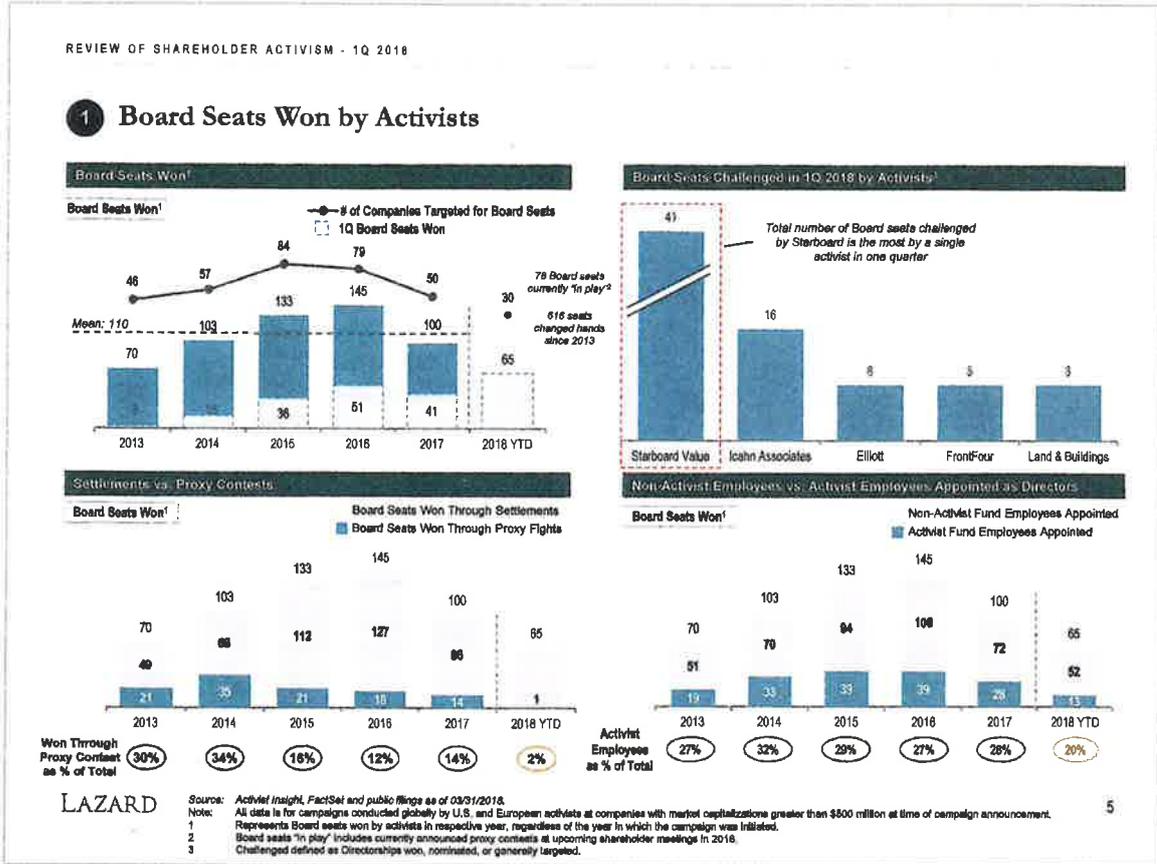
Main goals of shareholder activism: corporate governance				
<ul style="list-style-type: none"> • Successful "governance activism," by removing takeover defenses and barriers to shareholder action that may frustrate activist interventions, makes companies more vulnerable to "economic" goals of activists <ul style="list-style-type: none"> • In S&P 500 companies, since 2002, companies with poison pills have decreased from 62% to less than 4% and companies with classified or staggered boards have decreased from 62% to 10% 				
Risk Management	Executive Compensation	Board Structure	Director Elections	Takeover Defenses
<ul style="list-style-type: none"> • Enhanced Risk-Management Disclosure • Board Responsibility for Risk Management and Risk Failures • Mandatory Board Level Risk Committees • CEO Succession-Planning Disclosure 	<ul style="list-style-type: none"> • Say on Pay • Say on Golden Parachutes • Carbacks on Golden Parachutes/ Elimination of Gross-Ups • Clawbacks • Enhanced Compensation Disclosure • Independent Compensation Committees and Consultants 	<ul style="list-style-type: none"> • Separation of Chair/CEO • Director Independence • Elimination of Classified Boards • Direct Shareholder Communication with Board • Board Tenure • Enhanced Board-Structure Disclosure • Board Diversity- Policy Disclosure 	<ul style="list-style-type: none"> • Shareholder Proxy Access • Majority Voting • Elimination of Broker Discretionary Voting • Enhanced Candidate Qualifications Disclosure 	<ul style="list-style-type: none"> • Elimination of Shareholder Rights Plans • Elimination of Classified Boards • Lowered Thresholds for Shareholder-Initiated Special Meetings • Shareholder Action by Written Consent • Elimination of Supermajority-Voting Provisions

Source : Benjamin Kanovitch - Bredin Prat conférence Université Paris Dauphine - February 2018

8 Brav, Jiang et Kim, *Hedge Fund Activism : A Review in Foundations and Trends in Finance*, vol 4, n° 03, p. 1-66, February 2010.

9 V. tableaux n° 3 et 4.

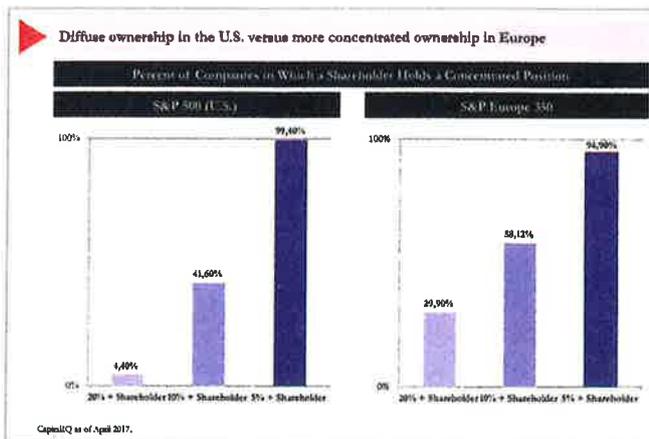
Tableau n° 4



2° Ils se développent géographiquement en dehors des États-Unis

10 - Les fonds activistes ont également développé leur activité vers l'Europe malgré le caractère fragmenté du marché : 231 sociétés ont été ciblées entre 2015 et 2017¹⁰.

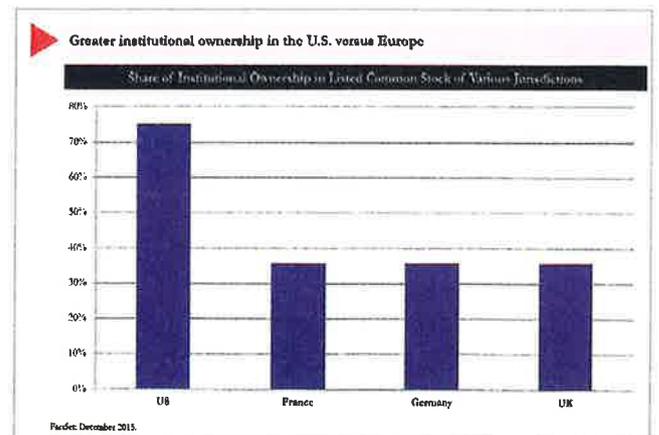
Tableau n° 5



10 V. tableau n° 5.

11 - De plus, les pourcentages détenus sont souvent plus élevés en Europe qu'aux États-Unis mais la part détenue par les investisseurs institutionnels reste globalement inférieure en Europe. Le Royaume-Uni est le pays où la présence des institutionnels est la plus importante¹¹.

Tableau n° 6



11 V. tableau n° 6.

12 - En France, des sociétés importantes ont été ciblées¹² comme Danone, Rexel, Nexans, Airbus. Des assauts conflictuels ont été menés comme Elliott dans XPO logistics, bloquant ainsi une décision de retrait obligatoire (RO).

Tableau n° 7

Country focus: France				
Target	Activist	Stake	Goal	Success
	CORVEX	[1%]	August 2017: According to the press, Corvex builds up a \$400m position in Danone, believing it to be undervalued. Its alleged goal is not to shake up management or demand board seats, but rather to improve operations and better position the group in a food industry beset by slowing growth.	Ongoing
		1%	2012/2013: Achieve additional savings and improve performance	No (but Triam made money)
		10%	June 2016: To split Chairman/CEO roles and replace CEO	Yes
		Less than 1%	October 2015: To prevent The Walt Disney Company's takeover of its French subsidiary and \$1Bn claim for damages	No (OPA of TWDC on Eurodisney and Eurodisney delisted from the Euronext)
		5.5%	April 2014: Split Chairman/CEO roles and replace CEO	Yes
		N/A	August 2013: Sale of Dassault Aviation share (8%) June 2016: Sale of remaining Dassault stake	Yes

13 - Au titre des activistes déployant des stratégies *short*, on peut citer l'action de Muddy Waters, qui se livre à des opérations que le management visé qualifie de déstabilisation à l'aide d'informations financières contestées par les sociétés et d'opérations boursières de ventes à découvert.

Un axe particulier d'action porte sur le *say on pay* qui consiste à demander la transparence et l'approbation par les actionnaires des rémunérations des cadres dirigeants dont le CEO.

En France, c'est le conflit sur la rémunération du PDG de Renault qui a conduit l'État à faire voter la loi Sapin 2 en décembre 2016¹³ une loi obligeant les sociétés cotées à faire approuver par l'assemblée générale la politique de rémunérations variables et bonus.

3° Ils soulèvent dans les entreprises des débats sur l'organisation de la gouvernance

14 - Le débat sur la régulation de l'activisme renvoie à la question du choix du modèle de gouvernance, entre un système de délégation de pouvoirs qui limite le rôle des actionnaires à l'élection des administrateurs et à des droits de veto sur certaines décisions clés de gouver-

nance et un système de contrôle direct dans lequel les actionnaires participent plus étroitement aux décisions à la fois extraordinaires et ordinaires.

Le système de délégation conduit à transférer des pouvoirs aux investisseurs institutionnels et aux activistes compte tenu de leur poids dans le capital des sociétés cotées.

Les activistes, qui privilégient l'objectif de création de valeur, préfèrent le système de contrôle direct compte tenu à la fois des problèmes de *free riding* et d'inaction des petits actionnaires dans l'exercice de leurs pouvoirs d'actionnaires, des asymétries d'information qui les désavantagent par rapport aux dirigeants et de leurs contraintes d'horizon d'investissement.

En Europe et en particulier en France, d'autres systèmes de contrôle existent et sont exercés via les systèmes d'actions à droit de vote double ou encore par l'intermédiaire de pyramides actionnariales.

Concernant le soutien des investisseurs institutionnels, il faut noter que ceux-ci préfèrent trouver des accords avec les conseils plutôt que de s'appuyer sur les activistes et d'entrer dans des conflits ouverts.

15 - Comme l'indique L. Fink pour BlackRock en 2015 « *corporate leaders duty of care and loyalty is not to every investor or trader who owns their company's shares at any moment of time, but to the company and its long term holders... our aim is not to micromanage a company's operations but to ensure board accountability for creating long term value* ».

12 V. tableau n° 7.

13 L. n° 2016-1691, 9 déc. 2016 relative à la transparence, à la lutte contre la corruption et à la modernisation de la vie économique, dite loi Sapin 2 : JO 10 déc. 2016, texte n° 2 ; JCP E 2016, act. 982 ; JCP G 2017, act. 3, aperçu rapide J.-M. Brigant ; Dr. sociétés 2016, repère 12 ; M. Roussille, Loi Sapin 2 et droit des sociétés : JCP E 2017, 1048.

Ce qui ne signifie pas que les fonds institutionnels laissent une initiative au board sans contrôle sur une très longue durée car ils n'hésitent pas à voter contre le management ou contre une politique de rémunération inappropriée.

2. La contribution des activistes à la création de valeur pour les actionnaires

16 - Même si la distinction entre institutionnels et activistes s'impose car d'une manière générale le focus des institutionnels est à plus long terme que celui des activistes, ceux-ci, malgré leur horizon d'investissement plus court, contribuent néanmoins à créer de la valeur pour les actionnaires.

A. - Les études empiriques soulignent la propension des activistes à créer de la valeur

17 - Malgré les affirmations relatives au court termisme des activistes, les études empiriques montrent que les *hedge funds* activistes créent de la valeur pour leurs actionnaires en influençant la gouvernance des cibles, en pesant sur les décisions concernant la structure du capital et leur performance opérationnelle.

18 - Une étude clinique a été menée par M. Becht sur le fonds Hermès développé au Royaume-Uni par British Telecom¹⁴. Celui-ci peut être considéré comme un mix entre un *hedge fund* et un investisseur traditionnel ou encore un fonds de *private equity*. L'étude montre que ce fonds procède le plus souvent par des interventions directes sur les sociétés dans lesquelles il est investi et qui ne sont pas observables directement sur le marché, pour influencer leurs orientations stratégiques.

19 - Une autre étude de Becht¹⁵, menée sur un échantillon de 1 740 investissements sur 23 pays sur la période 2000-2010, analyse l'impact des engagements d'activistes. Avec une participation moyenne de 11 %, ils interviennent généralement à plusieurs. L'annonce de leur entrée au capital est perçue comme une bonne nouvelle par le marché et ce d'autant plus s'ils interviennent à plusieurs fonds. Les résultats sont les meilleurs lorsque leur action se traduit par un événement.

Trois types d'événements sont analysés :

- modification du *board* ;
- *pay out* (*dividend*, *buyback*) ;
- *corporate restructuring* (OPA).

Les fonds réalisent en moyenne des surperformances dans les firmes dans lesquelles ils sont investis.

Ils réalisent généralement des interventions directes sur les cibles en les recentrant sur leur *core business* et en obtenant des distributions

de *cash* pour les actionnaires et en agissant directement sur le management notamment en remplaçant les CEO.

20 - Une autre étude compare l'impact sur le marché des institutionnels plus orientés sur le long terme et les activistes plus sur le court terme. Les effets sur le marché des achats de blocs de 5 % et plus (13 D filings correspondant aux déclarations d'achats de blocs) ont été étudiés par A. Brav¹⁶ qui montre, sur la période (2001-2006), que ces fonds ne cherchent pas à prendre le contrôle des cibles mais proposent des changements stratégiques, financiers ou opérationnels. Ils obtiennent des bons résultats dans les 2/3 des cas et font apparaître des rendements anormaux positifs d'environ 7 % qui ne se retournent pas l'année suivant leur entrée dans le capital. De plus, les cibles attaquées obtiennent des améliorations de performances et réalisent des distributions de dividendes. De plus, dans 44 % des cas, les cibles sont soit revendues soit restructurées.

21 - L'étude la plus référencée dans le domaine est celle de Bebchuk, Brav et Jiang de 2015¹⁷. Elle porte sur un échantillon de 2 000 interventions. Elle conclut à l'absence d'effets défavorables à long terme des *hedge funds* activistes sur les intérêts des sociétés et de leurs actionnaires. Bien qu'il existe un courant défendant l'hypothèse d'un tel effet négatif, il ne semble pas qu'il puisse être mis en évidence.

B. - Peut-on opposer, en termes d'impact sur le marché, les institutionnels plus orientés sur le long terme et les activistes sur le court terme ?

22 - L'étude de Bebchuk¹⁸ met au contraire en évidence une amélioration des performances à long terme apportée par les activistes. De ce fait, les gains observés à court terme par l'action des activistes ne se produisent pas au détriment des performances à long terme c'est-à-dire qu'ils ne sont pas suivis par des rendements anormaux à long terme.

Pour les auteurs, ces résultats ont des implications réglementaires car on ne peut pas considérer que les interventions des activistes ont lieu au détriment des firmes et de leurs actionnaires.

De ce fait, il ne leur semble pas justifié de favoriser les conseils d'administration au détriment des actionnaires notamment en favorisant les « *staggered boards* » et en défavorisant l'élection directe des administrateurs par les actionnaires et de soutenir les offensives anti-activistes des conseils en place.

Cette étude rejoint tout un courant d'études sur le même sujet. L'étude de Bebchuk et al (2015)¹⁹ a été précédée de nombreuses autres qui ont également abordé le sujet. On peut citer :

16 A. Brav, W. Jiang and H. Kim, *Hedge Fund Activism : A Review* (June, 25 2010). *Foundations and Trends in Finance*, Vol. 4, n° 3, p. 185-246, 2009. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=1630481>.

17 L. Bebchuk, A. Brav, W. Jiang, *The long term effects of hedge fund activism : Columbia Law Review*, vol 115, p. 1085, 1156 - 2015.

18 *Ibid.*

19 *Ibid.*

14 M. Becht, *The Review of Financial Studies* 22 (8), p. 3093-3129 - 2009.

15 M. Becht, J R Franks and H F Wagner, *Returns to hedge funds activism : an international study : Review of Financial Studies*, vol 30, n° 9, p. 2933-2977, Sept. 2017.

- Brav et al (2012 et 2013)²⁰,
- Boyson and Mooradian *Corporate governance and hedge fund activism*²¹,
- Christopher P Clifford (2008)²²,
- April Klein and Emmanuel Zur (2011)²³,
- Robin Greenwood and Michael Schor (2009)²⁴.

L'ensemble de ces études soulignent l'amélioration des *return on assets* (ROA) suite à l'intervention des activistes. L'article de Bebchuk a fait le point des arguments pour et contre les activistes.

C. - L'effet d'influence des *hedge funds* activistes en faveur des actionnaires en dehors de leur prise de participation

23 - Les *hedge funds* activistes ont également un impact d'influence sur les firmes menacées par leur intervention comme le montre Caroline Zhu (janvier 2014)²⁵.

Ces entreprises réagissent en augmentant leur distribution de dividendes, en réduisant les rémunérations de leur CEO et leur détention de *cash* inemployé de sorte que leur ROA se trouve augmenté.

D. - Les effets pervers des *hedge funds* activistes sur les autres *stake holders*

24 - Les *hedge funds* activistes font l'objet de critiques par Yvan Allaire²⁶ :

- les auteurs n'auraient pas mis en évidence de vraie création de valeur à long terme et les rendements anormaux observés lors de leur entrée dans le capital ne leur est pas spécifique et s'observe également lors de tous les achats de blocs ;
 - l'augmentation des ROA et ROE correspond plus à une baisse du dénominateur qu'à une amélioration des résultats ;
 - les rendements anormaux observés correspondent plus à des transferts de valeur des salariés et détenteurs de dette vers les actionnaires.
- Ainsi, selon Yves Allaire²⁷, les salariés ne bénéficieraient pas des améliorations obtenues par les *hedge funds* et subiraient plutôt une stagnation de leurs rémunérations parallèlement à l'amélioration de leur productivité. Les *hedge funds* favoriseraient un transfert de

« *labor rents* » vers les actionnaires qui bénéficieraient ainsi des rendements anormaux positifs observés lors de l'entrée des *hedge funds*. Cet effet serait déjà signalé par Brav, Jiang et al.

25 - Cet effet a été signalé par Brav, Jiang et al²⁸, qui analysent spécifiquement les effets sur les salariés :

- l'activisme améliore effectivement la productivité ;
- il favorise un redéploiement efficient du capital ;
- il conduit à une réduction du nombre d'heures travaillées et une stagnation des rémunérations malgré l'amélioration de la productivité du travail.

L'impact négatif sur les *bonds holders* est également documenté dans d'autres études comme par exemple Klein et Zur (2011)²⁹ qui mettent en évidence une expropriation de ces derniers en faveur des actionnaires qui se mesure notamment par une baisse du *rating Standard and Poors* des sociétés ayant fait l'objet d'un assaut par des activistes ou ayant procédé à des *spin offs* à la suite des demandes d'activistes.

L'impact sur les *bonds holders* se mesure également à travers des rendements anormaux négatifs observés sur les obligations suite à des investissements d'activistes³⁰.

E. - Les effets nets

26 - Les effets de la présence d'activistes qui sont bien établis aux plans stratégique et opérationnel font l'objet d'interprétations différentes selon les auteurs.

Pour Bebchuk³¹, qui privilégie les effets sur les seuls actionnaires, ces effets sont positifs et il considère qu'il n'a jamais été démontré que les *hedge funds* nuiraient aux intérêts à long terme des actionnaires. L'échantillon de Bebchuk comprend 2 000 investissements sur la période 1994-2007. Leur analyse ne révèle aucune détérioration des performances actionnariales à long terme mais plutôt des améliorations.

Les rendements anormaux positifs observés à l'entrée des *hedge funds* activistes ne sont pas suivis par des baisses ultérieures.

Il en est de même pour Gow et al³², qui soulignent l'augmentation de la probabilité pour ces firmes de devenir une cible dans une acquisition, la baisse des rémunérations des CEO et leur plus grande rotation et la baisse des investissements ce qui se traduit par une augmentation du rendement des actifs (ROA).

Gow et al soulignent également l'effet d'incitation sur les cibles des activistes même s'ils n'ont pas obtenu de siège au conseil³³.

20 Brav, Jiang and Kim 2012 et 2013, *The real Effects of Hedge fund Activism : productivity, asset allocation and industry concentration (2012 et 2013)* - US Census Bureau Center for Economic Studies Paper n° CES-WP-12-14, Johnson School Research Paper Series n° 33, 2012.

21 Boyson and Mooradian *Corporate governance and hedge fund activism : Review of Derivatives Research*, Vol 14, issue 2 p. 169-204, July 2011.

22 Ch. P Clifford, *Value Creation or Destruction ? Hedge funds as Shareholder Activists* : *Journal of corporate Finance* vol 14, n° 4, 2008.

23 A. Klein and E. Zur, *The impact of hedge fund activism on the target firm's existing bondholders* : *The Review of Financial Studies*, vol 24, issue 5, May 2011, p. 1735-1771, 2011.

24 R. Greenwood and M. Schor, *Investor Activism and Takeovers* : *Journal of Financial Economics* 92, n° 3, June 2009 : 362-375, 2009.

25 C. Zhu, *The preventive effect of hedge fund activism* : *ssrn*, janv. 2014.

26 Y. Allaire, *Does hedge fund activism create long term shareholder value - Presentation at The Annual meeting of The Center for Corporate Governance - Conference board of New York 14-11, 2014.*

27 Y. Allaire, *Ibid.*

28 A. Brav, Wei Jang et al., *The real Effects of hedge funds activism on productivity, asset allocation and labor outcome* : *SSRN 2022904 wp*, January 2015.

29 *Op. cit.*, note 23.

30 H. Aslan et H. Maraachilan, *Wealth Effects of Hedge Fund Activism European-id 1428047 -The 36 Annual meeting EFA Meeting ssrn id 142 8047, 2009.*

31 *Op. cit.*, note 17.

32 Ian D Gow, S-P.S. Shin et S. Srinivasan, *Activist Directors : Determinants and consequences* : *Harvard Business School WP 14-20*, June 2014.

33 V. tableau n° 8.

Tableau n° 8

GOW ET AL.-STOCK RETURNS BY CATEGORY OF ACTIVISM, FROM ACTIVISM ANNOUNCEMENT (MONTH T TO MONTH T+36)

Category of activism	Number of events	Raw returns	Size-adjusted returns	Fama-French three-factor adjusted returns
Non-board related activism events	1,089	67.6%	45.9%	-0.9%
Activists demanded, but did not win, board seats	456	135.2%	100.1%	4.8%
Activists were granted one or more board seats	424	24.1%	0.1%	-5.1%

Source: Gow, J. D., S. P. S. Kim and S. Sankaran, "Activist Directors, Directorships and Consequences", Harvard Business School Working Papers, 034-120, June 2013.

27 - Les activistes exercent une pression sur la gouvernance des firmes dans le sens d'une plus forte distribution de résultats mais aussi pour Gow, une baisse des investissements dont notamment les dépenses de R & D.

L'effet sur la valeur actionnariale s'est accru avec le temps dans les années 2000³⁴.

Les autres *stake holders* semblent donc être défavorisés.

On retrouve ainsi les prédictions issues de la théorie de l'agence³⁵ pour qui les problèmes d'agence relatifs au management sont contrôlés par des changements dans la propriété actionnariale qui permettent de discipliner le management et de changer la politique actionnariale.

L'action des *hedge funds* est facilitée par les fonds de pension qui demeurent neutres par rapport aux initiatives des activistes et les *proxy advisors* servent de levier.

De plus, certains investisseurs institutionnels peuvent ne pas soutenir les initiatives des *hard* activistes comme le fait Calpers en désinvestissant des *hedge funds*.

Une illustration de l'action des *hedge funds* est donnée par l'exemple de Trian, *hedge fund* animé par Nelson Pelz qui a attaqué Pepsi en

2013 en prenant une participation de 1,3 Mds\$, en demandant une scission des activités snacks et boissons malgré l'opposition du conseil d'administration. Cette stratégie devait rapporter aux investisseurs un retour de 25 %. Il ne parvint pas à son objectif et a dû se retirer en 2016 en considérant qu'il avait malgré tout obtenu une amélioration de la rentabilité ce qui s'est traduit par une hausse de 67 % de la valeur de l'action (contre 38 % pour Coca et 55 % pour le S & P).

Des outils existent pour résister aux *hedge funds*, notamment en adoptant des systèmes d'actions duales et des systèmes de votes étalés (*time phase voting*) ce que les fonds adoptent eux-mêmes quand ils deviennent cotés. C'est le cas pour des fonds comme Blackstone, KKR, Apollo Third Point.

Les actions duales ont par ailleurs été adoptées par tous les grands groupes de la Silicon Valley. Ils permettent aux fondateurs qui ont dû se diluer du fait des levées de fonds successives de garder le contrôle pour mettre en œuvre leur politique de croissance sans interférence des *hedge funds*. Ces politiques n'apparaissent préjudiciables que lorsqu'elles visent le retranchement des dirigeants.

CONCLUSION

28 - L'activisme est facilité par la liquidité des titres. Les *hedge funds* n'investissent que s'ils considèrent que la société n'est pas surévaluée. Leur intervention, qui ne se situe pas sur le seul court terme, permet généralement de créer de la valeur pour les actionnaires en apportant des changements dans la stratégie et le management.

Elle peut avoir des effets moins favorables pour les détenteurs de dettes et constituer une pression sur les salariés car elle tend à améliorer la productivité.

Les succès des activistes ont rendu le marché plus difficile et concurrentiel et contribuent à réduire les gains potentiels pour les *hedge funds*.

Aux USA, un des axes principaux de *hedge fund* est de supprimer les *classified boards* qui sont un obstacle à la réduction des coûts d'agence.

La présence des *hedge funds* contribue par la menace qu'elle représente à discipliner le marché et à réduire les coûts d'agence.

34 M.R.Denes et al *Jal of corporate Finance* 44 - pp 405-424 *Thirty years of corporate activism, a survey of empirical research*, 2017.

35 A. Alchian et H. Demsetz, *Production, Information Costs and Economic Organization : The American Economic Review*, vol 62, n° 5, p. 777-795, Dec 1972.