FLASH INFO ISR*
Mars 2019 - NUMÉRO ÉDITION SPÉCIALE

PROMEPAR
ASSET MANAGEMENT

Le nombre de campagnes de fonds activistes est passé des 570 en 2013 à 805 en 2017. Si plus de la moitié ont lieu aux USA, l'Europe devient désormais une cible. Promepar AM a interviewé deux spécialistes de ce sujet : Proxinvest, société de conseil aux investisseurs et Phitrust, leader français de l'engagement actionnarial.

INTERVIEW DE LOÏC DESSAINT, DIRECTEUR GÉNÉRAL DE PROXINVEST

Quels sont les objectifs des activistes ? Est-ce plutôt lié à des sujets de gouvernance ou à des sujets de rentabilité ?

LD : L'objectif premier de l'approche activiste est de **débloquer de la valeur actionnariale** en corrigeant certaines inefficiences, ce qui génèrera un excès de rentabilité si leur diagnostic est correct. C'est donc bien un objectif de **rentabilité** qui est recherché. En général les problèmes de gouvernance vont être à la source de ces potentielles inefficiences et générer des campagnes d'activistes. En effet lorsqu'une entreprise est bien dirigée, bien valorisée et respecte ses actionnaires, elle est appréciée en retour et ne devient pas une cible. Il n'y a pas une approche d'activisme unique, mais plusieurs types de stratégies opérées au cas par cas. On peut distinguer quatre grandes stratégies des activistes.

Pouvez-vous nous décrire les différentes approches ?

LD : La stratégie la plus courante est d'intervenir sur le sujet des **fusions-acquisitions,** soit en contestant une opération financière ou ses conditions, soit en proposant une consolidation du secteur ou des cessions d'actifs. Ce fut par exemple le cas dans le secteur des entreprises de bourse où certains fonds activistes ont poussé à la consolidation du secteur. Ce fut aussi le cas lorsque TCI contesta le prix d'acquisition trop cher de Zodiac Aerospace par Safran.
Un second type d'activisme concerne la **structure du capital,** ciblant les sociétés qui possèdent de forts excédents de trésorerie. L'activisme consiste alors à obtenir le versement de dividendes ou des programmes de rachat d'actions afin que les dirigeants ne s'endorment pas sur des montagnes de trésorerie non investie. Ce fut par exemple le cas lorsque le fonds activiste new-yorkais de Peter Schoenfeld (PSAM) demanda le versement de 9 milliards de dividendes chez Vivendi.
La troisième stratégie d'activisme est plus complexe et nécessite plus de patience car elle s'attaque à la **performance opérationnelle** (rationalisation des coûts ou du besoin en fond de roulement, amélioration des marges,…). C'est actuellement le cas de l'activisme d'Eliott chez Pernod Ricard.
La dernière stratégie concerne la **gouvernance** d'entreprise. Elle va consister à obtenir par exemple des changements au sein des organes d'administration via ce que les anglo-saxons appellent un « proxy fight ». Cette stratégie de critique de la gouvernance peut porter sur des aspects tels que le manque de certaines compétences au conseil d'administration, les conflits d'intérêts des administrateurs, une rémunération excessive des dirigeants alignée ou non alignée sur la performance, une atteinte aux droits des actionnaires ou une concentration excessive des pouvoirs. Proxinvest a ainsi pu observer deux dossiers intéressants lors des assemblées générales 2018 via les propositions de candidats et la critique de la gouvernance chez Latécoère par le fonds Sterling Strategic Value et chez Lagardère par le fonds Amber Capital.
L'activisme sur la gouvernance d'entreprise sera généralement couplé à une des trois stratégies financières définies ci-dessus.

A travers cette approche, n'y a-t-il pas un risque de favoriser le court termisme au détriment d'une croissance de long terme ?

LD : Certains opérateurs des marchés financiers souffrent effectivement parfois de myopie, basant excessivement leur évaluation de la valeur d'une entreprise sur des résultats de court terme, parfois trimestriels. C'est pourtant la croissance de long terme qui impactera le plus la valeur et le succès d'une entreprise. Il faut donc parfois se méfier des demandes qui pèseraient trop sur la capacité d'investissement ou sur la capacité de recherche et développement car les profits de demain passent nécessairement par de l'innovation et de l'investissement aujourd'hui. **Les actionnaires doivent donc rester vigilants** par exemple sur les demandes de programmes de rachats d'actions massifs ou de dividendes excessifs.

Comment les entreprises réagissent-elles ? Élaborent-elles des stratégies particulières pour éviter la mainmise des fonds activistes ?

LD : La réaction des entreprises va tout d'abord dépendre de la forme de la campagne d'activisme. Beaucoup d'activistes préfèrent dans un premier temps les **campagnes privées** via des discussions avec le management ou les administrateurs ou des lettres au conseil. Via ce dialogue feutré mais musclé, l'entreprise peut décider d'amender sa stratégie ou certaines pratiques et peut aussi rentrer dans un accord contractuel avec l'activiste. En général les parties ne rendront pas cet accord public et l'entreprise reprendra à son compte certaines propositions de l'activiste, surtout si celles-ci rejoignent les préoccupations d'autres investisseurs. Lorsqu'ils estiment ne pas être assez écoutés, les fonds activistes peuvent rendre leur campagne publique et essayer de convaincre d'autres actionnaires du bien-fondé de leur analyse. C'est par exemple ce qu'essaie de faire le fonds Third Point en poussant Nestlé à vendre ses parts dans L'Oréal, un actif qu'il juge non stratégique pour Nestlé.
La réaction des entreprises est alors plus violente, les dirigeants vont chercher à s'entourer de nombreux conseils (cabinets d'avocats, banquiers, agences de communication) et cela coûte vite cher aux deux parties. In fine, cela devient un **combat d'idées** sur la place publique ou même parfois sur le terrain judiciaire et les actionnaires et investisseurs doivent alors essayer de se forger leur propre avis.

Quel(s) sont les risques et les avantage(s) de ces campagnes pour les actionnaires minoritaires ?

LD : Dans toute société le principal risque lorsqu'on est actionnaire minoritaire reste le **transfert de valeurs** au profit de parties liées, c'est-à-dire qu'une partie de la valeur de l'entreprise s'évapore au profit de dirigeants, administrateurs, actionnaires de référence ou créanciers. Ainsi dirigeants et créanciers spécialisés sur la dette spéculative peuvent par exemple avoir intérêt à s'entendre en négligeant l'intérêt des actionnaires. Il existe également un risque de collusion d'intérêt avec un dirigeant qui, même s'il s'est montré défaillant par le passé, cherchera à négocier au mieux son futur (pouvoirs, position, rémunération de départ, etc.). C'est pour cela que les **droits de contrôle des actionnaires minoritaires doivent encore être renforcés.**
Le second risque est de savoir si les changements ne détérioreront pas le potentiel de création de valeur de long terme. Par exemple dans certains cas, la priorité au rachat d'actions ou au dividende, la perte de certaines expertises lors de réduction d'effectifs ou de cessions d'actifs peuvent nuire à la valeur de long terme.
Le célèbre activiste Carl Icahn connut un échec retentissant sur le leader mondial de la location de DVD Blockbuster qui a conduit cette entreprise à la liquidation. Espérant contribuer à son redressement, il fut finalement décidé de ne pas investir dans le développement digital alors que la base de clientèle en magasins était gigantesque, ceci afin de limiter les pertes, une grave erreur stratégique lorsque l'on connaît désormais le destin de Netflix, partie de plus loin et plus tard… A trop se concentrer sur la marge opérationnelle à court terme et à ne pas vouloir recapitaliser une entreprise, le risque est réel de **passer à côté d'opportunités de changements majeurs de comportement des clients.**
Selon le **principe d'égalité des droits des actionnaires,** le principal avantage pour les minoritaires est qu'ils bénéficieront tous du travail du ou des activistes. Ainsi tous les actionnaires de Safran ont pu bénéficier d'un prix de rachat de **Zodiac Aerospace** amoindri d'un milliard d'euros grâce à l'activisme du fonds TCI. Les actionnaires minoritaires de **XPO Logistiques** Europe bénéficient de l'activisme et de la vigilance du Fonds Elliott sur le dossier face à un actionnaire de contrôle américain. Les groupements des actionnaires individuels de **Solocal** ont aussi réussi à faire modifier les conditions financières d'un plan de restructuration financière.
Actuellement la place de Paris se passionne pour l'activisme d'Eliott chez **Pernod Ricard.** En matière de **gouvernanc**e Eliott fait remarquer un comité exécutif peu ouvert aux talents du secteur et un manque d'indépendance du conseil du fait d'une **surreprésentation de la famille.** On remarque aussi que la société a d'ores et déjà entendu la critique sur l'absence d'administrateur référent indépendant, un cas déjà critiqué par beaucoup d'actionnaires car unique pour une société du CAC 40 dans laquelle le Directeur Général préside aussi le conseil d'administration, avec la nomination de Patricia Barbizet à la place de l'ancien dirigeant Pierre Pringuet. Sur le plan **stratégique**, Eliott observe une différence importante de marge opérationnelle

avec le principal concurrent Diageo et propose un investissement dans les systèmes d'information afin de mieux centraliser les informations commerciales des différentes filiales ainsi qu'une réduction des effectifs de 10 %.

Comment définissez-vous l'engagement actionnarial ? Quels sont les leaders français de cette approche ?

LD : L'engagement actionnarial désigne le fait, pour un investisseur, de **prendre position sur des enjeux ESG** (Environnementaux, Sociaux et de Gouvernance) et d'exiger des entreprises visées qu'elles améliorent leurs pratiques dans la durée.
L'investisseur qui pratique l'engagement actionnarial peut utiliser plusieurs leviers de pression lorsque sa démarche de dialogue s'avère infructueuse :
• une **communication publique** sur l'avancement du processus d'engagement et sur les insuffisances de l'entreprise,
• **l'exercice de ses droits d'actionnaire** (vote et questions en assemblée générale, refus des résolutions proposées, dépôt ou co-dépôt de résolutions externes).
Cela devient désormais une obligation européenne pour les gérants d'actifs et investisseurs institutionnels via la transposition dans la Loi Pacte de la Directive Européenne « visant à promouvoir l'engagement actionnarial de long terme des investisseurs ». Proxinvest, créée en 1995, aide les investisseurs européens à mettre en œuvre des politiques d'engagement actionnarial via l'exercice de leurs droits de vote aux assemblées générales d'actionnaires. **Il est primordial que les investisseurs défendent leurs droits,** soient vigilants et que les conseils d'administration évitent de faire la sourde oreille comme ce fut malheureusement le cas chez Renault. Nous conseillons notamment la SICAV Phitrust Active Investors, pionnier de l'engagement actionnarial en France, dont l'objet est un dialogue régulier constructif mais ferme avec les Présidents du CAC 40 sur la gouvernance de leur entreprise. Les marchés financiers manquent d'investisseurs responsables engagés, capables d'être force de propositions ou de fixer des limites via le dépôt de résolutions externes, de prendre la parole en assemblée générale. C'est ce qu'essaie de faire la SICAV Phitrust Active Investors grâce au soutien de ses souscripteurs.

INTERVIEW DE DENIS BRANCHE, DIRECTEUR GÉNÉRAL DÉLÉGUÉ DE LA SOCIÉTÉ DE GESTION PHITRUST

Comment définissez-vous l'engagement actionnarial ?

DB : C'est prendre ses responsabilités et exercer ses droits d'actionnaire minoritaire, et en tant que gérant, **c'est mieux remplir son devoir fiduciaire.** Cela consiste à aller plus loin que le simple fait d'acheter ou de vendre une action, voire de voter en assemblée générale (ce qui est devenu une obligation en France depuis plusieurs années). Il s'agit d'avoir une **action spécifique** auprès d'une entreprise détenue en portefeuille. Cette action ou initiative peut prendre plusieurs formes, et a minima une lettre au premier dirigeant, suivie si possible d'un entretien avec lui ou avec un administrateur. Nous ne considérons pas que les contacts avec les chargés des relations investisseurs fassent partie de l'engagement (travail normal de l'analyste ou du gérant). On peut aussi **agir en assemblée générale :** questions orales, questions écrites (plus formelles et qui obligent le conseil d'administration de la société à répondre par écrit), ou dépôt d'une résolution externe pour la faire inscrire à l'ordre du jour de l'AG et la soumettre au vote des actionnaires.

Comment cela se matérialise-t-il chez PhiTrust ?

DB : Depuis plus de 15 ans, nous avons un **processus d'engagement très rodé :** analyse des sujets ESG (Environnementaux Sociaux et de Gouvernance) en partenariat avec la société de conseil Proxinvest, présentation des sujets au Conseil de notre Sicav, lettres adressées aux premiers dirigeants des sociétés dont les titres sont détenus dans nos portefeuilles, établissement d'un dialogue en one to one avec les dirigeants, restitution des entretiens au Conseil de la Sicav et décision de poursuivre ou non publiquement nos actions d'engagement.

Quel est votre périmètre d'action et quelles sont vos relations avec les managers des entreprises avec lesquelles vous dialoguez ?

DB : Notre périmètre est pour l'essentiel les sociétés du **CAC40**. Nous avons également quelques initiatives d'engagement auprès de sociétés européennes, mais cela est plus difficile à cause des diverses normes juridiques et des différences de droits des actionnaires entre les pays européens : on peut citer par exemple, l'impossibilité de déposer des questions écrites aux AG néerlandaises ou belges, un seuil minimum de détention pour déposer une résolution particulièrement élevé **(3 % aux Pays-Bas contre 0,5 % en France)** etc… Depuis, sa création en 2003, la Sicav PhiTrust a déposé **40 projets de résolution** dans les assemblées générales du CAC40.

Pouvez-vous nous donner quelques exemples d'engagements récemment menés? Et l'impact de votre engagement.

Entre 2015 et 2017 nous avons mené plusieurs campagnes d'engagement **contre le droit de vote double** qui permet de fait la prise de contrôle par certains actionnaires importants, ce qui empêche les minoritaires de bénéficier des avantages d'une OPA (prime de contrôle, clarification de la stratégie, pressions positives sur le management en place…). Ces résolutions déposées aux AG de **Vivendi, Orange et Accor** ont respectivement obtenu les scores suivants : 50,1%, 43,3%, 54%. Même si ces résolutions n'ont pu être adoptées car elles impliquaient un changement statutaire et donc nécessitaient les 2/3 des voix, il est important de noter que depuis plus de 15 ans aucune résolution externe n'avait jamais obtenu de tels scores. Deux autres résolutions déposées par PhiTrust pour des modifications statutaires (suppression des limitations de droits de vote) chez **Alcatel** et **Vivendi** ont obtenu plus de 70% des suffrages et ont donc été adoptées.
2018 : question écrite chez **Carrefour** sur l'indemnité de non-concurrence déguisée de **Georges Plassat** (4 M€) alors que le contexte social de la société était très tendu (départs et suppression d'emplois et de magasins) M. Plassat aura finalement renoncé à son indemnité de départ suite au tollé que celle-ci a suscité. Questions écrites dans 31 assemblées générales du CAC40 sur l'adoption de la méthodologie dites des **« Science Based Targets »** qui permet d'élaborer des objectifs de réduction des émissions de gaz à effet de serre permettant d'être aligné avec la trajectoire 2°C.

Que pensez-vous des fonds dits activistes tels Eliott ? Quelle différence avec votre approche ?

DB : Nous ne nous définissons pas comme activistes, mais engagés et nous n'avons **pas du tout la même approche** qu'eux. Nous n'agissons pas dans une optique d'arbitrage boursier, mais dans une vision plus long terme. Par ailleurs, les fonds activistes, notamment américains ont des moyens financiers dont nous ne disposons pas, et utilisent des agences de communication pour faire entendre leur point de vue. Mais notre démarche semble porter ses fruits, puisque l'on constate qu'un dépôt de résolution externe par une coalition d'actionnaires minoritaires peut avoir plus d'impacts qu'une campagne lancée par des activistes. J'en veux pour preuve nos quatre projets de résolutions en **2010** chez **L'Oréal, Total, Sanofi,** et **CapGemini** portant sur les **rémunérations variables** des présidents non exécutifs ; ces projets de résolution, même si elles n'ont pas été inscrites à l'ordre du jour des AG, ont permis d'initier un dialogue avec les dirigeants ; la classe politique s'est à son tour emparée du sujet ; en conséquence ces entreprises ont supprimé la rémunération variable des présidents non exécutifs.
Nous sommes donc très actifs mais **nous regrettons** parfois **de ne pas être suivis par suffisamment d'investisseurs** pour avoir le minimum requis pour nous permettre de déposer des résolutions externe. L'exemple le plus frappant concerne Renault : **depuis 10 ans** nous avons lancé plusieurs initiatives tant pour déposer des résolutions, que pour poser des questions écrites afin de remettre en cause la rémunération de Carlos Ghosn et la mauvaise gouvernance du groupe, dont le pouvoir était concentré sur un seul homme. L'histoire vient de montrer que nous avions malheureusement raison.

Comment un petit actionnaire peut-il participer à de l'engagement actionnarial ? Existe-t-il des coalitions d'actionnaires minoritaires ?

DB : J'invite bien sûr tous les actionnaires qui souhaitent s'engager dans la voix du dialogue à souscrire à la Sicav PhiTrust Active Investors France (éligible au PEA) !
Ils peuvent également en parallèle rejoindre des associations d'actionnaires individuels telles que ADAM, APAI, F2iC, …

CONTACT

• **Murielle HERMELLIN**
Responsable du développement ISR - Gérante de portefeuilles
murielle.hermellin@bred.fr

Retrouvez nos flash sur http://www.promepar.fr rubrique Nos actualités

BRED BANQUE POPULAIRE

BRED Banque Populaire - Société anonyme coopérative de Banque Populaire régie par les articles L 512-2 et suivants du Code monétaire et financier et l'ensemble des textes relatifs aux Banques Populaires et aux établissements de crédit, au capital de 1 176 070 192,80 euros - Siège social : 18, quai de la Rapée - 75604 Paris Cedex 12 - 552 091 795 RCS Paris - Ident. TVA FR 09 552 091 795 - Intermédiaire en assurances immatriculé à l'ORIAS sous le n° 07 003 608.