



HAL
open science

Les déterminants de l'activisme des hedge funds : élaboration d'un modèle de décision ex-ante de prise de participation

Quôc Thai Huynh

► **To cite this version:**

Quôc Thai Huynh. Les déterminants de l'activisme des hedge funds : élaboration d'un modèle de décision ex-ante de prise de participation. 2019. hal-02145379

HAL Id: hal-02145379

<https://hal.science/hal-02145379>

Preprint submitted on 2 Jun 2019

HAL is a multi-disciplinary open access archive for the deposit and dissemination of scientific research documents, whether they are published or not. The documents may come from teaching and research institutions in France or abroad, or from public or private research centers.

L'archive ouverte pluridisciplinaire **HAL**, est destinée au dépôt et à la diffusion de documents scientifiques de niveau recherche, publiés ou non, émanant des établissements d'enseignement et de recherche français ou étrangers, des laboratoires publics ou privés.

WORKING PAPER

Les déterminants de l'activisme des hedge funds : élaboration d'un modèle de décision ex-ante de prise de participation

Determinants of hedge fund activism: development of a model of ex-ante decision-making for corporate stake

Dr. Quôc Thai HUYNH
Maître de conférences en sciences de gestion
Département GEA
Laboratoire CE.RE.GE Poitiers
Université de Poitiers
Courriel : quoc.thai.huynh@univ-poitiers.fr

Résumé

Les hedge funds activistes sont les nouveaux promoteurs de la gouvernance d'entreprise grâce à leur implication soutenue dans le capital des firmes ciblées. Ils utilisent leurs droits de vote et vont jusqu'à siéger dans les conseils d'administration de leurs cibles. Le risque idiosyncratique important qu'ils supportent, pose la question des déterminants de cette stratégie ex-ante de concentration. Dans cet article, nous proposons un modèle de décision ex-ante de prise de participation rassemblant les différentes variables caractérisant le choix des cibles de ces hedge funds.

Mots clés : Activisme actionnarial, Hedge funds, Gouvernance d'entreprise, Blockholders

Abstract

Hedge fund activists are the new promoters of corporate governance through their sustained involvement in the capital of the targeted firms. They use their voting rights and have no fear to sit on the boards of directors to achieve their goals. The high idiosyncratic risk they bear, raises the question of the determinants of this ex-ante strategy of concentration. In this paper, we propose a model of ex-ante decision-making representing the different variables characterizing the choice of the target for the hedge funds.

Keywords: Shareholder activism, Hedge funds, Corporate governance, Blockholders

L'implication des hedge funds activistes dans la gouvernance des firmes ciblées soulève de nombreuses questions théoriques et pratiques pour la théorie financière. D'après Les Echos du 23 janvier 2014, les gains des activistes ont été de 15% en 2012, puis de 16,5% en 2013 avec de fortes disparités entre les fonds (25% pour Daniel Loeb et 10% pour Bill Ackerman). Leurs performances supérieures aux autres types de fonds font dire à certains que les recettes de l'activisme améliorent la gouvernance des entreprises. L'émergence des hedge funds n'est pas un phénomène nouveau mais, derrière cette désignation, il existe tout un ensemble de pratiques hétérogènes. Si, pour leurs détracteurs, ils représentent le côté obscur de la spéculation des marchés, pour les autres, ils sont au minimum un mal nécessaire pour assurer les contreparties et les risques pris dans l'économie réelle. Cependant, les hedge funds recourent un ensemble d'acteurs hétérogènes avec des stratégies et des politiques bien différentes. Contrairement aux investisseurs institutionnels classiques qui ont des portefeuilles d'actions diversifiées qui minimisent le risque¹, ces fonds activistes prennent des positions plus risquées en concentrant leurs moyens sur quelques sociétés. La mauvaise image de ces agents économiques était surtout due à leur opacité et à leur utilisation importante du levier d'endettement accroissant le risque systématique du marché (Aglietta et Rigot, 2009).

Cependant, les succès des hedge funds activistes ont changé le point de vue de la littérature. Ce sont des fonds qui ont pour particularité d'avoir des politiques d'investissement extrêmement concentrées. Généralement ces fonds ont peu de clients, le gestionnaire du fonds a aussi en principe une part significative de son revenu directement lié à la performance du fonds (20%) et peut même avoir une partie de son patrimoine investi dedans. Le phénomène est d'ailleurs amené à s'amplifier avec les « family offices » puisque nombre de patrons des hedge funds les plus riches ont migré vers ce type de structure plus petite pour échapper à une réglementation américaine plus contraignante en matière de transparence sur le secteur. En mettant tous leurs

¹ Les investisseurs institutionnels sont soumis à des réglementations qui limitent leurs investissements dans une même firme et leur exposition au risque.

œufs dans le même panier, ils prennent des positions relativement importantes dans le capital de leurs cibles. Une fois entrés, ils n'hésitent pas à utiliser leurs droits et leurs prérogatives d'actionnaire : changements dans la gouvernance, modifications de la stratégie, cessions d'actifs et même participation en tant qu'administrateur au conseil d'administration. Leur action cherche par ailleurs à rassembler d'autres actionnaires face aux dirigeants récalcitrants. Leur implication dans la gouvernance de leurs cibles en fait un outil de promotion important de la théorie de l'agence qui assure qu'un contrôle accru des dirigeants maximise la valeur de la firme. Les hedge funds activistes ont des stratégies ex-ante. Une stratégie ex-ante implique que les activistes anticipent une augmentation de la valeur de la firme à la suite de leur intervention. En d'autres termes, cela suppose qu'il existe un « slack² » managérial lié à des coûts d'agence inhérents au management des dirigeants des firmes qu'ils ciblent (Jensen et Meckling, 1976). Le dirigeant de la firme est très souvent la cible principale des hedge funds activistes. C'est pourquoi nous retrouvons bien dans cette configuration le schéma classique de la théorie de l'agence. D'un point de vue théorique, au-delà de la relation d'agence, la question réside dans le mode d'évaluation des gains pour l'activiste. Ici, il n'y a pas à proprement parler de stratégie de passager clandestin. Ces fonds internalisent les coûts de leur activisme sachant que leur rémunération sera à la hauteur de leur part de capital. A chaque point gagné par le titre ciblé, c'est autant de plus-value pour eux, sachant qu'ils ont la valeur de leur mise de départ plus le coût de la campagne d'activisme comme seuil de rentabilité. Les stratégies ex-ante de concentration ne fonctionnent que si le bloc de contrôle acquis leur permet d'agir de manière à améliorer la gouvernance et donc d'augmenter la valeur actionnariale de la firme ciblée. Quels sont les déterminants de cette stratégie de concentration des activistes ? Quels sont les variables de décision ? En fonction des avantages attendus, quel est le niveau de hausse nécessaire des cours ?

² Un manque d'efficience qui est résorbable en augmentant la pression sur la direction de l'entreprise.

Pour être efficace, la menace de l'activisme doit être associée à une force de frappe réelle. Le coût de l'activisme est élevé car, pour avoir une influence sur la gouvernance, l'activiste a besoin d'une part significative des droits de vote. Les gains de l'activisme résultent du différentiel entre les coûts engagés et la hausse des cours de la cible. Bien que l'activisme nécessite de la médiatisation lors de son déclenchement, pour qu'une opération réussisse, la prise de participation doit être discrète pour ne pas renchérir les cours. Certains produits dérivés pouvaient permettre de contourner les règles de franchissement de seuil mais, depuis 2010, les nouvelles directives de l'Autorité des Marchés Financiers (AMF) concernant la transparence des instruments financiers répliquant la propriété risquent de compliquer la montée en capital. L'article va faire un point en premier lieu sur la littérature récente sur les hedge funds activistes et leurs caractéristiques. En second lieu, nous allons présenter notre modèle de décision ex-ante mettant en relation : taille de la participation, niveau de ponction des bénéfices privés, coût de l'activisme, création de valeur et coût managérial. Et enfin nous présenterons le rôle de l'activisme dans la gouvernance des entreprises.

1. Les différentes perspectives de l'activisme actionnarial des hedge funds

1.1. L'émergence des hedge funds activistes

La diminution des OPA hostiles sur les marchés américains à la fin des années 80 a laissé un vide comblé rapidement par l'activisme de quelques fonds de pension spécifiquement focalisés sur les questions de gouvernance. CalPERS et TIAA-CREF ont jeté les bases de l'activisme actionnarial. Ils sont capables de supporter les coûts inhérents à un comportement proactif sur les entreprises (Carleton, Nelson et Weisbach, 1998 ; Smith, 1996). Par contre les autres investisseurs institutionnels, du fait de leur propre mode de gouvernance et des contraintes

réglementaires, n'ont pas eu l'effet escompté par la théorie financière en tant qu'agent de contrôle des dirigeants (Gillan et Stark, 2007). L'activisme de ces institutions est négligeable, concluent ces différents auteurs, et de plus ces agents sont en proie à des conflits d'intérêts et dépendent de business models incompatibles avec ce type d'actions. Ils sont aux mieux impliqués dans un activisme ex-post afin de préserver leur position initiale (Kahan et Rock, 2007). A l'autre bout du spectre, il y a les hedge funds activistes. Ils n'ont pas de problèmes de conflits d'intérêt, ils n'ont pas de contraintes de liquidité et ils ne sont pas limités par des contraintes réglementaires de diversification de leur portefeuille. Ils sont aussi plus enclins à médiatiser leurs actions dans le cadre d'un activisme ex-ante. Leur horizon temporel est bien plus long que ne pensent leurs détracteurs. Brav, Jiang et Partnoy (2008) estiment que la détention moyenne des hedge funds est de 22 mois pour les activistes ciblant les firmes américaines. Becht, Franks, Grant et Wagner (2014) rapportent une détention moyenne de 621 jours pour leur échantillon européen. Pour Boyson et Mooradian (2007), les hedge funds ne sont pas des investisseurs courtermistes, la période moyenne d'activisme pour leur échantillon de 111 hedge funds sur la période 1994-2005 est de deux ans. Malgré une très mauvaise perception de ces acteurs après la crise des « subprimes » (voir Aglietta et Rigot, 2009), de nombreuses études sont venues mettre en évidence l'efficacité des hedge funds activistes pour promouvoir les principes de bonne gouvernance et insuffler une nouvelle dynamique disciplinaire des actionnaires sur les dirigeants.

1.2. Les caractéristiques de l'activisme des hedge funds

D'après la théorie du contrôle par le marché (Manne, 1965), on supposait que la faiblesse des performances d'une firme allait attiser les convoitises d'un concurrent susceptible de prendre son contrôle. L'activisme actionnarial complète ce processus de marché dans le sens où un nouvel acteur profite de la faiblesse des cours d'une firme pour rentrer dans son capital et

induire des changements qui vont justement lui permettre de retrouver de la rentabilité quitte à modifier profondément sa gouvernance, sa stratégie voire son périmètre. Ce n'est plus le contrôle mais l'influence qui est recherchée. D'après Seretakis (2009), les propositions les plus communes des activistes sont la vente de la cible, la redistribution de tout le cash-flow libre, la revente ou la séparation (spin off) des actifs non stratégiques, le recentrage de la stratégie, l'amélioration de la gouvernance de la firme et le changement dans le business plan à long terme de la firme. Becht, Mayer et Rossi (2009), dans leur étude de cas, montrent que le fonds U.K. Hermes Focus Fund surperforme le marché grâce à sa politique d'investissement activiste très intense dans les firmes ciblées. Clifford (2008) démontre aussi que les hedge funds ont des rendements supérieurs au reste de leur portefeuille dans les firmes où ils sont activistes. Cependant peu d'études cherchent à quantifier le coût de l'activisme, sa prise en compte dans le rendement réel de l'activisme est donc limitée. Seul Gantchev (2009) estime le rendement net de l'activisme en incorporant le coût d'une campagne d'activisme. Il s'appuie sur un échantillon de 1492 campagnes d'activisme de hedge funds entre 2000 et 2007, et il trouve un coût moyen de 10,71 millions de \$, soit environ un tiers de l'ensemble des rendements moyens de l'activisme. Les économies d'échelle sur les campagnes d'activiste sont difficiles à réaliser. C'est l'initiateur de l'activisme qui généralement en internalise le coût et l'arbitrage se fait entre ces coûts privés et les bénéfices publics qui sont partagés par l'ensemble des actionnaires (Shleifer et Vishny, 1986). La question des gains de l'activisme est cruciale pour comprendre la stratégie des actionnaires activistes. Le pouvoir mais aussi la prise de risque est proportionnelle à la taille de la participation. Pour pouvoir peser sur la politique des dirigeants, les activistes ont besoin d'une part significative du capital et des droits de vote. Brav, Jiang et Kim (2009) obtiennent dans leur échantillon une participation médiane dans le capital de la cible de 6,3% (max 9,5%), et en dollars, la part médiane est de 15 millions (max 24,8 millions). D'après Boyson et Mooradian (2007), la part moyenne de capital est d'environ 18 millions de

dollars, soit 17% des actions de la firme ciblée. Le nombre moyen de firmes ciblées par les hedge funds de leur échantillon est en moyenne de 4 (cela va de 1 à 10 cibles simultanément), soit un nombre pouvant correspondre aux limites financières mais aussi cognitives de traitement de l'information. Greenwood et Schor (2009) rapporte une part initiale de capital de 9,8% en moyenne dans leur étude. Toutes ces études montrent que ces participations ne sont pas des prises de contrôle, mais cherchent à influencer le comportement des dirigeants. Cependant, si ces derniers restent sourds à leurs demandes, un putsch reste possible. Il faut aussi souligner, dès qu'on parle de blockholders, qu'il faut tenir compte des bénéfices privés de contrôle non partagés avec les autres actionnaires minoritaires (Holderness, 2003). Cette valeur supplémentaire vient se rajouter à la part de survaleur créée par la campagne d'activisme. Le gain pour l'initiateur est donc double (bénéfices privés + plus-value) mais comme nous l'avons vu plus haut, l'activiste supporte aussi les coûts pour l'ensemble des propriétaires. Edmans (2014) étudie les différents apports des blockholders en termes de gouvernance au travers des stratégies d'Exit (revente des actions) ou de Voice (contestation)³. Il corrobore les travaux sur l'amélioration des performances des firmes liée aux hedge funds activistes. Cependant, comme nombre de travaux sur les blockholders, la question des bénéfices privés de contrôle se pose. Et au lieu d'améliorer la gouvernance, la présence d'un gros actionnaire peut se faire au détriment de la valeur de la firme et surtout des autres actionnaires. La littérature nous apprend qu'un actionnaire activiste voulant modifier profondément la politique ou la structure de gouvernance d'une firme doit prendre une part initiale de capital importante. Il doit aussi prendre en charge le coût de l'activisme en l'internalisant et extraire des bénéfices privés de contrôle non partagés pour se dédommager de sa fonction de monitoring sur les autres actionnaires. La croissance de la valeur de la firme résultant de son action va normalement rémunérer l'ensemble de son activisme et lui permettre de faire une plus-value.

³ Rappelons que c'est Hirschman en 1970 qui avait parlé des trois stratégies des actionnaires : « Exit, Voice and Loyalty ».

2. La détermination d'un modèle de prise de décision pour les hedge funds activistes

2.1. Un modèle initial justifiant la concentration de la propriété ex-post

Mark J. Roe avait publié en 2002 dans Revue Française de Gestion l'article « Rôle de l'actionnaire et système politique », un modèle théorique qui avait pour ambition d'expliquer pourquoi la structure de propriété des entreprises dans certains pays restait concentrée malgré une bonne protection juridique. En fait, il s'agit de la modélisation d'une stratégie ex-post puisque l'idée est de savoir à quel moment un actionnaire principal peut ou doit abandonner la concentration de la propriété. S'il est possible d'utiliser ce modèle comme un outil de décision ex-post, pourquoi ne pas l'utiliser avec de nouvelles hypothèses comme un outil ex-ante de prise de participation pour un actionnaire activiste ? Mais d'abord, voici le modèle de Roe (2002) sur la concentration du capital : A quel moment un actionnaire principal doit-il céder son bloc de contrôle ?

- V : Valeur de la firme
- $1/n$: Fraction de capital détenue par l'actionnaire de contrôle. Roe prend pour exemple un actionnaire majoritaire à 50% soit une fraction de $1/2$.
- A_M : Coûts d'agence managériaux. Ce sont les coûts d'agence inhérents à la séparation de la propriété du contrôle. Ils peuvent être dus à une action volontaire des dirigeants en cas de fraudes ou de vols. Mais ces coûts peuvent aussi être dus à des actions involontaires issues de mauvais choix de gestion ou d'investissements sous-optimaux. Les coûts d'agence managériaux se traduisent par une perte de valeur actionnariale.
- B_{CS} : Bénéfices privés non partagés avec les autres actionnaires minoritaires rendus possibles par la détention d'une part du contrôle de la firme. Ce bénéfice privé est une fonction croissante

de la part de capital. D'après Roe, le montant de ce bénéfice privé peut être contrôlé par le législateur en limitant sa capacité de prélèvements.

- C_{CS} : Coûts de détention d'un bloc de contrôle. La prise de contrôle entraîne un risque idiosyncratique important en termes de perte de liquidité, de perte de diversification, et d'énergie dépensée pour acquérir de l'information, mais aussi les propres erreurs de l'agent.

L'idée d'un $A_M > 0$ met en lumière l'existence d'un slack managérial que l'on pourrait réduire par un contrôle accru sur les dirigeants. Ce slack vient donc diminuer la valeur de la firme puisqu'il est anticipé par les investisseurs dans le prix des titres sur le marché. Donc $V > V - A_M$.

Si $A_M \rightarrow 0$, un bloc de contrôle est intéressant à détenir tant que : $V/2 + B_{CS} - C_{CS} > V/2$.

$(V/2 + B_{CS} - C_{CS})$ est la valeur retirée de la détention d'un bloc de contrôle pour un actionnaire majoritaire. Soit une fraction n des flux de la firme augmentée des bénéfices privés perçus au détriment des autres actionnaires minoritaires moins les coûts de maintien du bloc. Quant à $(V/2)$ à droite de l'équation, c'est la valeur du bloc sur le marché sans amélioration de la situation de la cible. La détention de la propriété est rentable en l'état tant que $B_{HF} > C_{HF}$. Sinon, il vaut mieux vendre. Si on introduit $A_M > 0$, les coûts managériaux ne sont plus triviaux. Ainsi la vente d'une participation de la firme va être amputée de ces coûts. Puisque n'étant plus l'actionnaire de contrôle, l'ancien actionnaire majoritaire subit les mêmes coûts managériaux que les autres actionnaires. Ainsi on obtient, $V/2 + B_{CS} - C_{CS} > (V - A_M) / 2$. Après modification de l'équation, l'investissement est intéressant tant que le bénéfice net de contrôle ($B_{CS} - C_{CS}$) est plus élevé que le coût de sortie. Soit, $B_{CS} - C_{CS} > A_M / 2$. En manipulant l'équation, l'actionnaire de contrôle reste tant que $B_{CS} + A_M / 2 > C_{CS}$. Roe (2002) arrive à la conclusion que la stratégie de concentration est viable tant que le bénéfice privé augmenté de l'économie des coûts managériaux est supérieur aux coûts de détention du bloc de contrôle. Et comme A_M a une part incompressible structurellement, la structure de propriété peut rester concentrée même si $B_{CS} \rightarrow 0$. Le modèle de Roe s'applique à l'origine à un actionnaire propriétaire principal qui s'interroge sur l'opportunité de vendre sa participation majoritaire. Le processus

décisionnel est basé sur un équilibre avantage – inconvénient de la perte de contrôle. Ce processus décisionnel pourrait s'appliquer à une décision préalable à une prise de participation importante par un hedge fund activiste. Il pourrait anticiper les bénéfices privés et les coûts de détention du bloc. Puis il les arbitre par rapport à l'amélioration des cours du titre de la firme ciblée qu'il pourrait obtenir par son intervention sur la gouvernance de la firme. Comment est-il possible de définir ce processus décisionnel sachant qu'un hedge fund subi un coût d'opportunité important en concentrant ses ressources sur une cible ? Tout comme un actionnaire majoritaire, il perd en liquidité et en diversification, mais c'est le prix à payer pour obtenir un pouvoir significatif sur les dirigeants de la cible. Le risque idiosyncratique inhérent à la concentration est valable dans les deux cas. Cependant, le nouvel investisseur actif attend un retour sur investissement qui soit à la hauteur de sa prise de risque. La traduction financière normale serait une augmentation du cours de bourse de la firme ciblée.

2.2. Modèle de décision ex ante de la concentration de la propriété

Soit g , le taux d'amélioration de la valeur de la firme par l'action du hedge fund activiste sur la gouvernance. Il en résulte une amélioration de la valeur de la firme V^* , avec $V^* > V$.

$V^* = (1+g) V$ avec $G = V^* - V$, le gain de l'activisme pour l'ensemble des actionnaires et αG pour le hedge fund activiste (Edmans, 2013). L'action sur la gouvernance de la firme est fonction de la taille de la participation que peut prendre le nouvel investisseur. Les coûts de détention du bloc sont en partie maîtrisés par le hedge fund qui connaît le coût de sa campagne d'activisme, ou, du moins, qui connaît le montant limite qu'il est prêt à mettre par rapport à ses attentes en termes de hausse de V^* . En transformant les notations pour un hedge fund, B_{HF} est le bénéfice privé attendu par l'investisseur et C_{HF} le coût de détention de sa participation (idem que C_{CS}). Soit, $V/n + B_{HF} - C_{HF} > (V - A_M) / n$. Après modification de l'équation, l'investissement est intéressant tant que le bénéfice net de contrôle ($B_{HF} - C_{HF}$) est plus élevé

que le coût de revente. Ainsi, on obtient : $B_{HF} - C_{HF} > -A_M / n$. En manipulant l'équation, l'investissement dans la cible est intéressant tant que le bénéfice privé du hedge fund augmenté des économies sur les coûts managériaux est supérieur aux coûts de l'activisme pour ce dernier. Soit $B_{HF} + A_M / n > C_{HF}$. Un hedge fund activiste cherche à améliorer la gouvernance des firmes ciblées afin d'obtenir une survalue à son investissement. Sa prise de participation d'un bloc de contrôle doit au moins atteindre V^* .

Nouvelle hypothèse :

$$V/n + B_{HF} - C_{HF} = V^*$$

$$V/n + B_{HF} - C_{HF} = (1+g) V/n$$

La valeur du bloc de contrôle doit être égale à l'augmentation de la valeur de marché des titres.

Soit en transformant l'équation ci-dessus pour isoler B_{HF} , on obtient :

$$B_{HF} = (1+g) V/n - V/n + C_{HF}$$

$$B_{HF} = V/n + g V/n - V/n + C_{HF}$$

$$B_{HF} = g V/n + C_{HF}$$

Si on remplace dans $B_{HF} + A_M / n > C_{HF}$ qui est le critère de pertinence de la concentration, on obtient :

$$g V/n + C_{HF} + A_M / n > C_{HF} \Rightarrow g V/n + A_M / n > C_{HF} - C_{HF} \Rightarrow g V/n > -A_M / n \Rightarrow g V > -A_M$$

Ce résultat peut aussi être obtenu de la façon suivante, en partant de l'équation :

$$V/n + B_{HF} - C_{HF} = (1+g) V/n$$

Si on reprend la condition initiale de Roe incluant les coûts managériaux, $V/n + B_{HF} - C_{HF} > (V - A_M) / n$, et que l'on remplace $(V/n + B_{HF} - C_{HF})$ par $(1+g) V/n$, on obtient :

$$(1+g) V/n > (V - A_M) / n \Rightarrow (1+g) V/n > V/n - A_M/n \Rightarrow (1+g) V/n - V/n > -A_M/n \Rightarrow$$

$$V/n (1+g-1) > -A_M/n \Rightarrow gV/n > -A_M/n \Rightarrow g V > -A_M$$

Cette condition confirme que le gain de gouvernance doit être supérieur à l'économie de coût managérial. De plus, $G = V^* - V = (1+g)V - V = V[(1+g) - 1] = gV$. Donc $G > -A_M$ est la

condition de réussite de l'activisme. Ce résultat confirme le modèle de Jensen et Meckling (1976). D'après $G > -A_M$, quelle que soit la taille de la participation, c'est son impact sur la gouvernance qui est important. Elle doit être supérieure aux coûts d'agence managériaux économisés par ce contrôle accru. Même si la participation de l'activiste est importante voir totale, rien ne garantit une amélioration proportionnelle de la gouvernance et donc de la valeur de la firme. Une grande partie de la valeur de g dépend de la perception du marché de l'action du fond activiste. Une participation importante est un signal fort. L'activiste peut déterminer quelle fraction de bénéfice privé il peut ponctionner en fonction de l'amélioration de la gouvernance attendue et des coûts liés à la détention de cette participation.

Exemple :

Si la valeur initiale de la firme cible est $V=1000$.

$1/n = 1/10$ soit une prise de participation de 10% du capital et des droits de vote.

$B_{HF} = 15$, soit le niveau de bénéfice privé qu'il s'attend à percevoir soit 1,5% de la valeur V .

$C_{HF} = 10$, soit les coûts de détention qui comprennent la perte de liquidité, l'augmentation du risque, le coût d'opportunité et les coûts de l'activisme.

Quel niveau g doit-il atteindre pour que l'investissement soit rentable ? Si on se réfère à notre modèle, il faut que la valeur de l'investissement soit au moins égale à la valeur V^* de la firme.

$$V/n + B_{HF} - C_{HF} = V^*$$

$$V/n + B_{HF} - C_{HF} = (1+g) V/n$$

$$D'où, (V/n + B_{HF} - C_{HF}) \times n/V = (1+g)$$

$$Par\ conséquent, (1000/10 + 15 - 10) \times 10/1000 = 1,05\ \text{soit}\ g = 5\%$$

L'activisme doit au moins faire augmenter la valeur de la firme ciblée de 5% s'il veut en retirer des avantages. Plus haut, nous avons démontré que l'investissement était intéressant tant que $B_{HF} + A_M / n > C_{HF}$. D'où la possibilité d'estimer A_M , avec $B_{HF} - C_{HF} = A_M / n$ soit $15 - 10 = 5$ donc on aurait $A_M/n = 5$ soit $A_M = 5 \times 10 = 50$. Ceci confirme notre démonstration

précédente avec $gV > -A_M$, le gain de la gouvernance doit être supérieur à l'économie sur les coûts managériaux. En généralisant la formule, on aurait :

$$(V/n + B_{HF} - C_{HF}) \times n/V = (1+g) \Rightarrow n/V \times V/n + n/V \times B_{HF} - n/V \times C_{HF} = (1+g) \Rightarrow 1 + n/V (B_{HF} - C_{HF}) = (1+g) \Rightarrow n/V (B_{HF} - C_{HF}) = g$$

g est égal à l'inverse de la valeur de marché du bloc de contrôle multipliée par le bénéfice net du contrôle. L'investisseur ne rentre dans le capital que si $B_{HF} > C_{HF}$ sous peine d'avoir $g < 0$.

$g = f(n)$, g est fonction de la taille de la participation n . Plus n est grand (donc plus la participation est petite), plus l'influence sur la gouvernance g (donc l'amélioration des cours) doit être grande pour obtenir le même niveau d'avantage de contrôle. Nous avons transformé un modèle de décision ex-post en un modèle de décision ex-ante. Notre modèle n'est valable que si l'investisseur cherche à rester un certain temps dans la firme ciblée afin d'en améliorer les performances. Les différents résultats empiriques semblent le corroborer (Brav, Jiang, Partnoy et Thomas, 2008 ; Becht, Franks et Grant, 2009). Les hedge funds activistes ont aussi montré leur capacité collaborative afin d'agir sur la gouvernance des firmes ciblées (Bessière, Kaestner et Lafont, 2011). Voyons si le modèle supporte ce type de cas.

2.3. Cas avec des activistes multiples

Soit 3 hedge funds qui se partagent le coût d'une campagne d'activisme. Leurs trois parts respectives correspondent à $n = n_1 + n_2 + n_3$. Par rapport à l'exemple précédent, cette part peut aussi être supérieure à ce que pourrait prendre un seul actionnaire activiste avec $n_1 + n_2 + n_3 > n$ mais cela ne fait pas vraiment de différence avec un agent unique qui détiendrait un bloc de même taille que les 3 réunis. Par contre les coûts de l'activisme dont on présumait qu'ils n'étaient assumés que par l'initiateur de la contestation peuvent être répartis entre le pool d'investisseurs avec $C_1 + C_2 + C_3 = C_{HF}$. Il reste la question des bénéfices privés. Sont-ils dilués ou vont-ils croître avec le nombre de blockholders ? Est-ce que $B_1 + B_2 + B_3 >$ ou $< B_{HF}$? Tout

dépend des objectifs poursuivis par les hedge funds car il paraît peu probable qu'une politique d'extraction de bénéfices privés soit collective. Il semble plus probable que chacun détermine ses propres besoins sans que les autres ne soient réellement au courant du montant de ces prélèvements.

On a donc :

$$\left\{ \begin{array}{l} V/n_1 + B_1 - C_1 = (1+g) V/n_1 \\ V/n_2 + B_2 - C_2 = (1+g) V/n_2 \\ V/n_3 + B_3 - C_3 = (1+g) V/n_3 \end{array} \right.$$

Tout dépend si $(B_1 + B_2 + B_3) - (C_1 + C_2 + C_3)$ est supérieur ou non à $(B_{HF} - C_{HF})$. Alors $(1+g)(V/n_1 + V/n_2 + V/n_3) >$ ou $<$ ou $= (1+g) V/n = V^*$. Si la somme de l'activisme des 3 fonds permet d'obtenir V^* , chaque actionnaire obtient une part V^*/n_i avec $i=1,2,3$ en bénéficiant d'une économie sur le coût de l'activisme puisque $C_{i=1,2,3} < C_{HF}$. Les hedge funds activistes appliquent fréquemment des stratégies communes pour atteindre des seuils ou obtenir des votes de résolution en assemblée générale. On parle de « Wolf pack » pour ce type de regroupement de hedge funds. Et si le ou les fonds arrivent à obtenir le soutien d'autres actionnaires, ils augmentent leur capacité d'influence sans partager les bénéfices privés tout en divisant les coûts de l'activisme. Notre modèle fonctionne donc aussi de manière collective avec n individus.

3. L'activisme actionnarial comme moteur de la gouvernance des entreprises ?

3.1. Des outils de l'activisme ambivalents

Les innovations sur le marché des dérivés ont facilité l'investissement activiste en permettant aux hedge funds de rompre le lien entre propriété et intérêt économique. Les « cash-settled total return equity swaps » ou en simplifiant « equity swaps » sont des contrats de dérivés reproduisant le cash-flow d'une action. Une « long party » (le client) reçoit le rendement

économique sur un montant notionnel d'actions par une « short party » (banque) sans détenir la propriété. La « long party » reçoit le dividende plus la plus-value. La « short party » reçoit un taux d'intérêt négocié plus la moins-value comme si elle avait accordé un prêt basé sur le montant notionnel des titres. En soi, ceci ne pose pas de problème sauf lorsque l'on ajoute le contrat de swap où la « long party » devient propriétaire des actions sous-jacentes d'un bloc comme ce fut le cas lorsque LVMH, par ce procédé, entra à hauteur de 14% dans le capital d'Hermès sans aucune déclaration préalable de franchissements de seuil en 2010. La « long party » a une exposition économique mais sans la propriété formelle des titres avec la possibilité de disposer des droits de vote. Généralement une banque, la « short party » obtient un rendement de l'intérêt qu'elle perçoit sur le notionnel des titres, elle couvre sa position en achetant les titres mais sans exposition économique, elle va voter dans l'intérêt de son client. Ce dernier détient donc des droits de contrôle sans la propriété sous-jacente des titres. Les activistes sont créatifs dans l'exploitation de failles dans les régimes de divulgation en accumulant secrètement des parts dans les firmes ciblées et en découplant le risque et la participation. En dessous des seuils de déclaration, ils peuvent opérer à leur guise. L'absence de règles en France avant 2010 sur ces instruments permettait aux activistes de cacher leurs opérations. Grâce aux différents procédés des dérivés, l'activiste s'accapare un bénéfice privé non partagé par une prime de contrôle. L'article 223-6 du règlement général de l'AMF impose à toute personne préparant pour son compte une opération financière susceptible d'avoir une incidence significative sur le cours d'un instrument financier de porter à la connaissance du public dès que possible les caractéristiques de cette opération. Pour l'AMF, le regroupement des « equity swaps » avec des financements permettant l'achat à terme des titres sous-jacents, constitue bien une opération financière au sens de l'article 223-6. L'investisseur qui organise ainsi les moyens d'acquérir une participation dans l'intention d'exercer une influence sur la stratégie de la société concernée doit se dévoiler. Le contournement des règles de transparence

trahit aussi bien le contrat passé par les actionnaires d'Hermès par rapport à leur investissement initial que celui des actionnaires de LVMH qui auraient revendu leurs actions sans connaître la stratégie de Bernard Arnault (PDG de LVMH). L'utilisation des « equity swaps » avec un avenant pour une livraison par action pose des questions juridiques, notamment sur la définition de la propriété. Une action est un titre de propriété qui assure un droit au cash-flow mais aussi un droit de contrôle issu du risque résiduel supporté par son détenteur. Cette déconnexion entre propriété et risque issue de ces produits dérivés est une distorsion au couple rendement-risque fondateur de la théorie financière. Cependant, il faut noter que cette règle de divulgation existe dans les pays anglo-saxons depuis plus longtemps et pourtant l'activisme s'est développé bien plus qu'en France⁴.

3.2. Les éléments favorisant l'activisme

Les règles de transparence sur les obligations de communication de franchissement risquent d'avoir un effet dissuasif sur les opportunités d'activisme. Il existe un arbitrage entre transparence et activisme qui requiert un peu d'opacité ou de secret car, sinon, il n'y a pas d'effet de surprise donc moins de différentiel de prix, ce qui renchérit le coût de l'activisme. La taille du bloc acquis et les investissements en monitoring dépendent de la capacité du hedge fund à couvrir ses coûts et à empocher un retour sur le couple risque / rendement de son investissement. Les coûts de l'activisme sont divers : dépenses en recherche, augmentation du risque idiosyncratique lié à la concentration de son investissement, augmentation de l'illiquidité et coûts élevés d'une campagne d'activisme via une bataille de procuration. La capacité d'un activiste à rentrer dans ses frais et à engranger un profit sur son investissement dépend de la possibilité de s'assurer une part assez grande des actions de la cible à un prix ne reflétant pas

⁴ Aux Etats-Unis, un formulaire doit être rempli sous la règle 13D de la SEC (Securities and Exchange Commission) dès qu'une personne ou un groupe de personnes acquière plus de 5% de n'importe quelle classe d'action d'une société. L'information doit être révélée dans les 10 jours de la transaction. La règle 13D requiert aussi de divulguer toute autre personne ayant le pouvoir de voter ou de vendre les actions concernées.

les bénéfices attendus de son activisme. Acquérir une part importante des actions lui permet de s'assurer une fraction plus importante des gains de l'activisme liés à l'appréciation du prix des actions. Les règles de déclaration de propriété sont cruciales pour la capacité des activistes à couvrir ses coûts et à engranger un retour sur investissement. Un seuil de déclaration trop bas ou une période trop courte de divulgation de la transaction réduit la taille de la part que l'activiste peut s'accaparer avant que cela ne conduise à une augmentation des prix et élimine ainsi le gain de l'activisme. Une part peu significative du capital rend la menace d'une intervention sur la firme ciblée moins crédible. La menace de l'émergence d'un activisme réduit les coûts d'agence en amenant les dirigeants à améliorer le prix des actions et les performances opérationnelles. Les bénéfices de règles de déclaration plus étroites en termes de transparence et d'équité doivent être mis en balance avec le coût d'agence subi par les actionnaires en termes de réduction de la probabilité d'occurrence de l'activisme.

Conclusion

Cet article fournit un modèle explicatif ex-ante des choix d'investissement des hedge funds activistes. Grâce à la transformation du modèle de Roe (2002), nous avons un outil qui permet de formaliser la stratégie de concentration des hedge funds activistes qui n'avaient pas de cadre théorique jusqu'alors. Notre modèle permet d'incorporer des éléments des recherches sur l'activisme actionnarial, les blockholders et la gouvernance. Il souligne aussi l'importance du rôle de la gouvernance pour réduire les coûts d'agence managériaux. L'amélioration de la valeur de la firme dans notre modèle provient surtout de la réduction de la latitude managériale qui est source d'inefficience dans la théorie financière. Cet outil introduit aussi la notion de coûts de l'activisme dans l'équation d'une prise de participation. Coût qui comme nous l'avons vu, peut être partagé dans une optique collaborative entre des hedge funds sans que cela ne

perturbe le modèle. L'activisme actionnarial demande une implication importante de la part des initiateurs. Ce dernier prend des risques mais contrairement à un investissement traditionnel passif, il compte sur ses capacités cognitives et informationnelles pour agir sur le cours de son placement. La concentration n'a pas que des inconvénients comme nous l'avons vu dans notre modèle puisque ceci permet à l'initiateur d'extraire des bénéfices privés de contrôle non partagés avec les autres actionnaires. Le contexte législatif français n'est pas très favorable à ce type d'action, les opérations de Wendel sur Saint-Gobain puis de LVMH sur Hermès n'ont pas plu aux autorités financières même si le marché a plutôt bien accueilli ces opérations. La transparence peut aller à l'encontre d'une opportunité d'activisme pour un hedge fund ou un investisseur actif. L'équilibre est difficile à trouver entre des principes de gouvernance qui peuvent être contradictoires. Les asymétries informationnelles sont responsables de déséquilibres entre les différents agents économiques mais elles sont aussi à l'origine des failles qui permettent d'animer le marché et d'assurer une pression accrue sur les dirigeants non performants afin de réduire les coûts d'agence. Ce modèle théorique nécessite d'être testé empiriquement mais il est difficile d'évaluer le montant des bénéfices privés, des coûts de l'activisme et des coûts d'agence managériaux. Les études empiriques sur les gains de l'activisme que nous avons vu semblent donner des niveaux de rendements anormaux de l'activisme proche des résultats de ce modèle de décision.

Bibliographie

Aglietta M. et Rigot S., (2009), « Hedge funds : La fin du laissez-faire », *Revue économique*, Vol. 60, N°3, p. 693-702.

Becht M., Franks J., Grant J. et Wagner H.F., (2014), « Returns to Hedge fund Activism: An International Study », *European Corporate Governance Institute (ECGI) - Finance Working Paper*, No. 402, SSRN: <http://ssrn.com/abstract=2376271>.

Becht M., Mayer C. et Rossi S., (2009), « Returns to shareholder activism: Evidence from a clinical study of the hermes UK Focus Fund », *Review of Financial Studies*, Vol.22, N°8, p. 3093-3129.

Bessière V., Kaestner M. et Lafont A-L., (2011), « Hedge fund activism: insights from a French clinical study », *Applied Financial Economics*, 21, p. 1225-1234.

Boyson N. et Mooradian R.M., (2007), « Hedge funds as shareholder activists from 1994-2005 », *Working Paper*, Northeastern University.

Brav A., Jiang W., Partnoy F. et Thomas R.S., (2008), « Hedge Fund Activism, Corporate Governance, and Firm Performance », *The Journal of Finance*, Vol. 63, N°4, p. 1729-1775.

Brav A., Jiang W., Partnoy F. et Thomas R.S., (2008), « The returns of hedge fund activism », *The Journal of Finance*, Vol. 63, N°4, p. 1729-1775.

Carleton W.T., Nelson J.M. et Weisbach M.S., (1998), « The influence of institutions on corporate governance through private negotiations: Evidence from TIAA-CREF ». *The Journal of Finance* Vol. 53, N°4, p. 1335-1362

Clifford C., (2008), « Value creation or destruction? Hedge funds as shareholder activists », *Journal of Corporate Finance*, Vol. 14, N°4, p. 323-336.

Edmans A., (2013), « Blockholders and Corporate Governance », *ECGI Working Paper*, <http://ssrn.com/abstract=2285781>

Gantchev N., « The Costs of Shareholder Activism: Evidence from a Sequential Decision Model », *Journal of Financial Economics*, Vol. 107, N°3, p. 610-631.

Gillan S. et Stark L., (2007), « The evolution of shareholder activism in the United States », *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol. 19, N°1, p. 55-73.

Greenwood R. et Schor M., « Investor activism and takeovers ». *Journal of Financial Economics*, Vol. 92, N°3, p. 362-375.

Hirschman A.O., (1970), *Exit, Voice and Loyalty: Responses to Decline in Firms, Organizations, and States*, Cambridge, Massachusetts.

Holderness C.G., (2003), « Survey of Blockholders and Corporate Control », *Economic Policy Review*, Vol. 9, N° 1, p. 51-64.

Jensen M.C et Meckling W.H, (1976), « Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure », *Journal of Financial Economics*, Vol. 3, p. 305-360.

Kahan M. et Rock E., (2006), « Hedge funds in corporate governance and corporate control », *Working Paper*, New York University.

Manne H., (1965), « Mergers and the Market for Corporate Control », *Journal of Political Economy*, Vol. 73, N°110.

Roe M.J., (2002), « Rôle de l'actionnaire et système politique », *Revue française de gestion*, Vol. 5, N°141, p. 305-345.

Seretakis A., (2014), « Hedge fund activism coming to Europe? Lessons from the American experience », *Brooklyn Journal of Corporate, Financial and Commercial Law*, N°8.

Shleifer A. et Vishny R.W., (1986), « Large Shareholders and Corporate Control », *Journal of Political Economy*, Vol. 94, N°3, p. 461-488.

Smith M.P., (1996), « Shareholder Activism by Institutional Investors: Evidence from CalPERS », *The Journal of Finance*, Vol. 51, N°1, p.227-252.