



LES CONSEQUENCES DES STRUCTURES DE PLACEMENT ALTERNATIVES

POUR LE GOUVERNEMENT D'ENTREPRISE :

SYNTHESE D'ETUDES

SUR LES SOCIETES DE CAPITAL-INVESTISSEMENT

ET LES FONDS D'ARBITRAGE ACTIVISTES

Ce document a été publié avec un rapport de consultantes, intitulé annexe I, disponible à l'adresse suivante :

<http://www.oecd.org/dataoecd/60/28/39005553.pdf>

TABLE DES MATIÈRES

Resumé des Discussions du Groupe de Direction.....	5
1 Les investisseurs alternatifs activistes : une histoire déjà ancienne.....	19
2 Difficultés rencontrées pour classer les investisseurs.....	20
2.1 Fonds d'arbitrage.....	20
2.2 Les fonds d'arbitrage activistes.....	22
2.1 Les structures de capital-investissement.....	22
2.3 Convergence et intrications.....	23
3 Taille et champ d'intervention des fonds d'arbitrage et des sociétés de capital-investissement.....	26
3.1 Fonds d'arbitrage.....	26
3.2 Capital-investissement.....	28
4 Déterminants macroéconomiques du développement récent du capital-investissement et des fonds d'arbitrage.....	33
5 Structure, financement et activités des structures de placement alternatives.....	37
5.1 Les fonds d'arbitrage : structure propre à la mise en œuvre d'une stratégie activiste.....	37
5.2 Capital-investissement : un autre modèle de gouvernement d'entreprise.....	39
5.2.1 Forme et mécanismes d'incitation.....	40
1 Les objectifs de gouvernement d'entreprise et les investissements des fonds d'arbitrage activistes.....	43
2 Le choix des sociétés dans lesquelles intervenir.....	47
3 Stratégies.....	49
3.1 Constitution d'une participation en vue d'intervenir dans les votes et la vie économique de la société retenue.....	49
3.1.1 Motifs de constitution d'une participation.....	49
3.1.2 Les obligations de diffusion d'informations et leur impact sur les stratégies de prise de participations.....	50
3.1.3 Autres dispositions réglementaires susceptibles d'affecter les stratégies de prise de participations.....	51
3.1.4 Utilisation d'instruments dérivés et autres instruments financiers dans le cadre d'une stratégie de constitution d'une participation.....	51
3.2 Interventions « en privé » auprès de représentants de la société.....	52
3.3 Campagnes publiques.....	53
3.4 Activités liées aux assemblées d'actionnaires et aux propositions de transactions extraordinaires.....	54
3.4.1 Courses aux procurations - généralités.....	55
3.4.2 Droits de vote transformables.....	56
3.4.3 Propositions d'actionnaires.....	57
3.4.4 Fusions, offres publiques d'achat et autres opérations extraordinaires.....	60
3.4.5 Préoccupations relatives à l'intégrité des systèmes de vote.....	64
3.5 Parallélisme des comportements des investisseurs, communication et action conjointe.....	66
3.5.1 Parallélisme des comportements.....	66
3.5.2 Communication entre investisseurs et autres intervenants ou conseillers intéressés.....	66

Emergence des structures de placement alternatives

3.5.3	Comportement conjoint ou concerté.....	68
3.6	Litiges.....	69
4	Conséquences pour le gouvernement d'entreprise.....	70
4.1	Réactions des sociétés.....	70
1	Rachat et gestion des sociétés : le modèle d'entreprise et les sociétés cibles.....	72
2	Le rôle de l'endettement dans la transaction.....	75
2.1	Les banques et les nouveaux instruments financiers.....	75
2.2	Traitement des créanciers et des autres parties prenantes.....	76
3	Rachats, éviction des actionnaires minoritaires, conflits d'intérêts et parties liées.....	77
3.1	Processus de rachat.....	77
3.2	Conflits d'intérêts et parties liées.....	79
4	Les sorties des structures de capital-investissement.....	80
1	Capital-investissement : qu'advient-il des sociétés et des investisseurs ?.....	82
1.1	Quelles catégories de sociétés sont rachetées puis retirées de la cote ?.....	83
1.2	Quels rendements pour les actionnaires ?.....	83
1.3	Quels rendements pour les investisseurs du fonds de capital-investissement ?.....	84
1.4	Quels sont les facteurs de rendement pour le capital-investissement dans les transactions ?...	85
1.5	Comment évoluent les mesures de la rentabilité et des flux de trésorerie ?.....	86
1.6	Quels sont les effets réels des rachats à effet de levier et des rachats par les cadres ?.....	86
1.7	Que deviennent les sociétés après leur réintroduction en bourse par un fonds de capital-investissement ?.....	87
2	Fonds d'arbitrage : leur impact sur les sociétés et le système de gouvernement d'entreprise.....	88
2.1	Qu'advient-il de la société en cas de réussite des pressions d'un fonds d'arbitrage ?.....	88
2.2	Les investisseurs sont-ils récompensés pour leur activisme ?.....	89
	BIBLIOGRAPHIE.....	91

Tableaux

Tableau 1.	Stratégies de gestion des fonds.....	25
Tableau 2.	Fonds d'arbitrage ayant soumissionné ou entendant soumissionner pour le rachat de sociétés	64

Figures

Figure 1.	Les rachats exprimés en pourcentage du PIB restent à un niveau modeste.....	30
Figure 2.	Aux États-Unis, les rachats d'entreprises suivis d'un retrait de la cote voient leur taille augmenter	31
Figure 3.	Au Royaume-Uni, les rachats d'entreprises suivis d'un retrait de la cote restent importants	31
Figure 4.	Sur le continent européen, les rachats d'entreprises suivis d'un retrait de la cote sont dominés par un petit nombre d'opérations de grande envergure.....	32
Figure 5.	Au Japon, les rachats d'entreprises suivis d'un retrait de la cote restent limités.....	32
Figure 6.	Au Royaume-Uni, les prix des rachats ont fortement augmenté.....	34
Figure 7.	Les prix des rachats se sont également envolés sur le continent européen.....	34
Figure 8.	Les taux d'intérêt restant modérés, le recours aux fonds empruntés s'est accru.....	36

Emergence des structures de placement alternatives

Encadrés

Encadré 1. Difficultés rencontrées pour définir les fonds d'arbitrage	21
Encadré 2. Commissions de performance implicites des investisseurs traditionnels.....	39
Encadré 3. Capital-investissement et fiscalité.....	41
Encadré 4. Le capital-investissement s'accompagne de mécanismes d'incitation puissants	42
Encadré 5. Interventions dans la société Wendy's	45
Encadré 6. Exemples récents de courses aux procurations et de propositions d'actionnaires	59
Encadré 7. Exemples récents d'intervention de fonds d'arbitrage sur le marché du contrôle des sociétés.....	61

Resumé des Discussions du Groupe de Direction

En novembre 2006, le Groupe de direction de l'OCDE sur le gouvernement d'entreprise a lancé une étude sur le rôle des pools de capitaux privés (quelquefois aussi appelés « structures de placement alternatives ») dans le gouvernement d'entreprise. L'étude du Groupe de direction met l'accent sur les structures de capital-investissement et les fonds d'arbitrage dont les stratégies d'investissement visent explicitement à influencer les pratiques et les modes d'organisation des entreprises. Même si cette terminologie n'est pas parfaite, ces investisseurs sont désignés sous l'appellation de « sociétés de capital-investissement » et « fonds d'arbitrage activistes ». En conséquence, l'étude est limitée à un ensemble relativement restreint de pools de capitaux privés et n'aborde pas d'autres aspects stratégiques tels que la stabilité financière par exemple. Le Groupe de direction reconnaît que la stabilité financière et la protection des investisseurs ont aussi leur importance, dans la mesure où des marchés de capitaux de qualité contribuent grandement à favoriser de bonnes pratiques de gouvernement d'entreprise. Néanmoins, à ce stade de la réflexion, le Groupe de direction estime qu'il est plus important de se concentrer sur son domaine d'expertise spécifique et sur son expérience propre en matière de gouvernement d'entreprise, et de laisser à d'autres enceintes spécialisées le soin d'examiner des questions plus larges.

Si les sociétés de capital-investissement et les fonds d'arbitrage activistes sont actifs depuis quelque temps déjà au Royaume-Uni et aux Etats-Unis, ils sont relativement nouveaux dans d'autres pays où ils font l'objet d'une attention accrue, en partie à cause des différences existant dans les régimes de gouvernement d'entreprise et les structures des sociétés. La taille des transactions et le volume des investissements ayant augmenté très rapidement, l'intérêt du public s'est renforcé aussi aux Etats-Unis et au Royaume-Uni. Le Groupe de direction est convenu que les différents aspects du gouvernement d'entreprise qui ressortaient de ces discussions nécessitaient que l'on s'y penche de plus près en se référant aux Principes de gouvernement d'entreprise de l'OCDE (ci-après « les Principes de l'OCDE »).

Cette session dresse une synthèse des principales conclusions de la réunion du Groupe de direction qui s'est tenue les 16 et 17 avril. La session suivante présente les résultats pris en compte d'une étude factuelle entreprise par l'OCDE.

En élaborant ses conclusions, le Groupe de direction s'est inspiré du principe I.A des Principes de l'OCDE : « *Un régime de gouvernement d'entreprise doit être élaboré en tenant compte de ses effets sur les performances globales de l'économie, de l'intégrité des marchés en promouvant leur transparence et leur efficacité, ainsi que des incitations qu'il crée pour les participants au marché* ». Ceci signifie que le Groupe de direction n'a pas examiné uniquement les actions directes des catégories d'investisseurs considérés (en référence aux Principes de l'OCDE), mais qu'il s'est également intéressé aux travaux empiriques et analytiques disponibles et revus par l'OCDE consacrés aux conséquences de ces actions sur l'efficacité économique et à l'adéquation du régime de gouvernement d'entreprise au sein duquel ces investisseurs opèrent.

Emergence des structures de placement alternatives

A partir de ces éléments factuels, le Groupe de direction a conclu que les fonds d'arbitrage activistes et les sociétés de capital-investissement pouvaient contribuer à renforcer les pratiques de gouvernement d'entreprise parce qu'ils permettaient de multiplier les investisseurs incités à faire un usage dynamique et éclairé de leurs droits d'actionnaires, lequel peut consister par exemple à exiger des changements dans la direction, la composition du conseil d'administration, les politiques de distribution de dividendes, la stratégie de la société, la structure du capital ou encore les projets de croissance externe. On peut en effet s'attendre à ce qu'une implication aussi active et éclairée de la part des actionnaires stimule la recherche de la meilleure utilisation possible des actifs des entreprises et, par là même, contribue à une amélioration de la répartition des risques et des ressources dans l'économie au sens large. Garantir l'efficacité des mesures prises par des actionnaires dynamiques et bien informés restera donc sans doute un objectif important de l'action publique pendant les prochaines années. A cette fin, le Groupe de direction a examiné les conséquences potentielles des Principes de l'OCDE dans certains domaines, en particulier : l'efficacité du marché du contrôle des sociétés (y compris la réglementation des prises de contrôle), les obligations en matière de transparence, la fiabilité des systèmes de vote et la surveillance/gestion des conflits d'intérêts grâce à l'exercice, par les dirigeants et les conseils d'administration, de leurs obligations fiduciaires.

Il a été convenu que, du point de vue du gouvernement d'entreprise, il n'était pas nécessaire de promouvoir un ensemble spécial de principes pour les sociétés de capital-investissement et les fonds d'arbitrage activistes. Les possibilités offertes par leurs stratégies actionnariales et les difficultés éventuelles qu'elles peuvent susciter doivent plutôt être analysées dans le cadre général des Principes de l'OCDE. Cette analyse devra également prendre en compte les normes volontaires édictées et encouragées par la profession.

Il est difficile de distinguer les fonds d'arbitrage activistes des sociétés de capital-investissement d'une part et de distinguer entre ces deux types de structure et les autres investisseurs d'autre part

Le Groupe de direction s'est intéressé en priorité aux sociétés de capital-investissement et fonds d'arbitrage se présentant comme tels et dont les stratégies d'investissement visent explicitement à influencer les pratiques et les modes d'organisation des entreprises cotées. Ces investisseurs (ou ces stratégies d'investissement) seront dans la présente session désignés sous l'appellation de « structures de capital-investissement » et « fonds d'arbitrage activistes » respectivement. Il est entendu pour le Groupe que les définitions juridiques de ces deux catégories d'investisseurs ne sont pas encore arrêtées pour l'instant et qu'il existe d'autres catégories d'investisseurs qui ont des stratégies d'investissement similaires et qui utilisent des techniques financières comparables à l'appui de leurs stratégies d'investissement, qu'ils s'agisse d'opérations de couverture, du recours à l'endettement ou de l'emprunt de titres. En outre, ces stratégies ne sont pas adoptées par toutes les structures de capital-investissement ni, tant s'en faut, par tous les fonds d'arbitrage. Cette difficulté de définition constitue en soi une raison de plus pour s'intéresser de près aux conséquences de l'accroissement du rôle des sociétés de capital-investissement et des fonds d'arbitrage activistes sur le régime général de gouvernement d'entreprise plutôt que d'élaborer des règles de gouvernement d'entreprise visant spécifiquement le comportement de ces investisseurs.

Emergence des structures de placement alternatives

Le mode de fonctionnement des sociétés de capital-investissement et des fonds d'arbitrage activistes peut être résumé comme suit : il s'agit pour eux d'accroître la valeur du capital ainsi mis en commun grâce à une intervention auprès de différentes sociétés faisant appel à l'épargne publique. Ces interventions peuvent consister à exiger que la société change de dirigeants ou modifie la composition de son conseil d'administration, sa politique de distribution de dividendes, sa stratégie, la structure de son capital ou encore ses projets de croissance externe ou de cessions, toutes questions habituellement considérées comme relevant du gouvernement d'entreprise. L'investisseur peut également retirer pour un temps une entreprise de la cote, pendant une période de restructuration, avant d'ouvrir à nouveau son capital à l'épargne publique ou de la céder à une autre entreprise. Cette stratégie de retrait de la cote est typique des sociétés de capital-investissement (même si elle a été adoptée également par quelques fonds d'arbitrage activistes) et c'est elle qui fait l'objet du présent rapport. C'est pourquoi on n'abordera pas par exemple les opérations entre sociétés non cotées effectuées par des structures de capital-investissement.

Les fonds d'arbitrage activistes ne représentent qu'une petite fraction du marché financier

Bien qu'il n'y ait pas grand-chose à faire pour empêcher les fonds d'arbitrage d'adopter des stratégies activistes, les fonds de ce type ne sont probablement que 100 à 120 dans l'économie mondiale et l'argent qu'ils gèrent représente aux alentours de 50 milliards USD (hors recours à des fonds empruntés). S'il fallait compter tous les fonds ayant une stratégie d'exploitation des événements, la somme monterait à environ 200 milliards USD, voire à quelque 1 000 à 1 500 milliards USD si l'on tient compte de leur endettement élevé. À titre de comparaison, le total des sommes gérées par l'ensemble des fonds d'arbitrage dans le monde représente 18 000 milliards USD.

En 2006, les opérations de retrait de la cote ont atteint des niveaux record, concernant des entreprises plus grandes et des salariés plus nombreux, mais les fusions et acquisitions traditionnelles restent plus importantes

Aux États-Unis, la valeur des opérations de rachat suivis d'un retrait de la cote a atteint le niveau record de 120 milliards USD en 2006, soit environ 1.5 % du PIB, contre 85 milliards USD en 2005. Hors des États-Unis, les chiffres sont très dépendants d'un petit nombre de grandes transactions. Au Royaume-Uni, les opérations de retrait ont représenté 7.2 milliards GBP en 2005, puis elles ont chuté en 2006, revenant à 5.8 milliards GBP (soit environ 1.75 % du PIB) pour 24 transactions dont aucune ne portait sur une société du FTSE 100. Sur le continent européen, les transactions se sont établies à 25.7 milliards EUR en 2006 pour 16 transactions, dont quelque 85 % sont attribuables à deux grandes opérations effectuées au Danemark et aux Pays-Bas. Dans la plupart des pays de l'OCDE, le niveau des opérations de retrait de la cote reste bien inférieur à 1 % du PIB. Ces transactions doivent être replacées dans le contexte de l'explosion des fusions et acquisitions : en 2006, les rachats suivis d'un retrait de la cote n'ont représenté que 20 % du total des fusions et acquisitions, ce qui représente tout de même une augmentation par rapport aux 10 % qu'elles atteignaient en 2001.

La part moyenne de l'endettement dans les montages financiers varie de façon très marquée d'une opération à l'autre, les grandes transactions étant celles qui ont la plus forte proportion de dettes. Parmi les plus grosses opérations, la part moyenne combinée de la dette dans les montages financiers a augmenté, passant de 55 % en 2000 à 67.3 % en 2006.

Emergence des structures de placement alternatives

Les opérations de rachat suivies d'un retrait de la cote portent quelquefois sur de très grandes sociétés et leur taille a d'ailleurs tendance à augmenter, ce qui signifie que les effectifs concernés sont également de grande ampleur. En 2003, 450 000 salariés étaient concernés par des opérations de ce type en Europe. En 2005, ils étaient 850 000, ce chiffre étant toutefois quelque peu faussé par une très grosse transaction au Danemark. Les opérations les plus importantes impliquent souvent plusieurs fonds. Certaines informations laissent à penser qu'il existe des problèmes de coordination et des « clubs » de fonds de capital-investissement, ce qui tendrait à prouver qu'ils commencent eux aussi à connaître les mêmes problèmes que les actionnaires des sociétés cotées.

Toute arrivée dans le pool d'investisseurs actifs et éclairés a des retombées positives sur le gouvernement d'entreprise

Le Groupe de direction estime que si les marchés financiers étaient parfaits, il n'y aurait que peu de place pour une catégorie particulière d'investisseurs « actifs » tels que les sociétés de capital-investissement ou les fonds d'arbitrage activistes. En revanche, si les marchés ne sont pas parfaits mais qu'ils sont marqués par des asymétries d'information et des coûts découlant des actions collectives, il peut arriver que les dirigeants visent des objectifs et cherchent à préserver des intérêts qui leur sont propres plutôt que d'œuvrer au mieux des intérêts de la société et de ses actionnaires. Dans ces circonstances, des investisseurs ayant une incitation à se procurer et à utiliser des informations ont un rôle important à jouer. Or, les marchés financiers du monde sont de plus en plus dominés par des investisseurs institutionnels qui adoptent souvent des stratégies passives, en optant par exemple pour le suivi indiciel plutôt que pour la sélection de titres valeur par valeur. Les problèmes de l'action collective sont en outre aggravés par les effets secondaires de la réglementation prudentielle qui limite la part des fonds propres pouvant être détenue dans une société par certains investisseurs institutionnels. Comme le remarquent les Principes de l'OCDE, limiter la proportion des fonds propres détenus dans une société réduit l'intérêt de contrôler les mécanismes de gouvernement d'entreprise mis en place par la société et d'exercer ses droits d'actionnaires. Dans un semblable contexte, les fonds d'arbitrage activistes, dont le niveau des participations au capital n'est pas limité et qui sont fortement incités à exercer leurs droits d'actionnaires, peuvent améliorer l'efficacité globale des marchés financiers et contribuer à la qualité du gouvernement d'entreprise.

Les Principes de l'OCDE appellent à l'établissement d'un marché transparent du contrôle des entreprises afin de faire contrepoids à la tendance que pourraient avoir les dirigeants et les conseils d'administration à rendre moins compte de leur action auprès des sociétés et de leurs actionnaires. Le Groupe de direction a constaté qu'un actionnariat actif incitait à améliorer les pratiques de gouvernement d'entreprise. Dans ce contexte, les opérations de capital-investissement et les exigences « agressives » vis-à-vis des dirigeants ou, à tout le moins, le fait de brandir la menace de telles exigences (pour autant qu'elles ne nuisent pas à l'intégrité du marché), pourraient contribuer à améliorer le gouvernement d'entreprise et, partant, les performances économiques.

Quid des accusations de vues à court terme ?

On entend quelquefois dire que les stratégies « activistes » affaiblissent les entreprises parce qu'elles détournent les ressources au détriment des stratégies à long terme créatrices de valeur, qui sont l'objectif ultime d'un gouvernement d'entreprise de qualité. Ce point de vue va souvent de pair avec d'autres opinions, notamment la croyance selon laquelle le cadre économique et le régime de gouvernement d'entreprise favoriseraient à eux deux les vues à court terme au détriment d'un investissement patient, de longue haleine, effectué par des « propriétaires réels », lequel permettrait seul d'améliorer les performances économiques. La durée d'engagement des investisseurs activistes, qui va de 2 à 6 ans environ, est souvent citée comme la preuve de leur « court-termisme ».

Emergence des structures de placement alternatives

Cette accusation est étroitement liée à un débat qui dure depuis longtemps et qui porte sur le degré de « myopie » du marché ainsi que sur la question de savoir si, et dans quelles circonstances, les marchés sont susceptibles d'être hautement efficaces (« prévoyance parfaite »). Des travaux fondés sur des données empiriques montrent que même si les marchés ne sont pas nécessairement parfaits, les facteurs à long terme sont néanmoins pris en compte, même sur des marchés caractérisés par des comportements à court terme : les valorisations des fonds propres ont en effet tendance à refléter les activités d'investissement dans les entreprises et les coefficients de capitalisation des résultats sont calculés en tenant compte de considérations à long terme (souvent à l'horizon de quinze ans). Les investissements en recherche-développement et les stratégies d'innovation connexes sont eux aussi très rapidement intégrés dans les évaluations de marché. Même si les investisseurs dans leur ensemble ont de courtes vues, la littérature montre qu'un petit groupe d'investisseurs actifs s'intéressant aux perspectives à long terme est essentiel aux performances du marché, même s'ils n'ont l'intention d'investir que pour une durée limitée. C'est pourquoi, à tout le moins lorsque de tels acteurs prennent en compte des perspectives à long terme, faire référence à l'horizon de placement d'une catégorie d'investisseurs ne renseigne pas beaucoup sur l'efficacité du marché et sur les performances économiques à long terme.

Les études empiriques disponibles suggèrent que c'est précisément l'absence de stratégie à long terme crédible qui fait d'abord d'une entreprise une cible de choix, en particulier si elle dispose d'une bonne réserve de trésorerie et si elle est incapable de faire état d'une stratégie d'investissement crédible. Il n'est pas surprenant que les stratégies élaborées pour rendre les entreprises moins attrayantes pour des sociétés de capital-investissement ou des fonds d'arbitrage activistes insistent généralement sur la nécessité, pour les entreprises concernées : (a) de se doter d'un conseil d'administration bien informé ; (b) de communiquer au marché une stratégie à long terme viable ; (c) de revoir la structure de leur capital ; (d) de définir une politique claire en matière de distribution de dividendes, etc. Autrement dit, même face à des investisseurs ayant un horizon temporel limité, les entreprises sont encouragées à s'assurer qu'elles respectent les normes généralement associées à un bon gouvernement d'entreprise.

Le régime de gouvernement d'entreprise se prête-t-il aux nouvelles pratiques de ces actionnaires ?

Le Groupe de direction est tombé d'accord sur le fait qu'il était possible d'analyser les problèmes spécifiquement liés au comportement des sociétés de capital-investissement et des fonds d'arbitrage activistes en restant dans le cadre des Principes de l'OCDE. Conformément à ces Principes, une telle analyse devra être menée en se référant aux performances économiques, à l'intégrité des marchés, aux structures d'incitation créées pour les participants aux marchés et à la promotion de marchés transparents et efficaces. Les domaines dans lesquels il peut arriver que des manquements, des lacunes ou des perturbations soient observés dans le régime de gouvernement d'entreprise sont : (a) l'intégrité des systèmes de vote ; (b) l'efficacité du marché du contrôle des sociétés ; (c) la transparence ; (d) l'intégrité des marchés et (e) le contrôle des conflits d'intérêts potentiels entre les dirigeants, les administrateurs et les actionnaires. Au-delà, on peut remarquer que certaines de ces questions sont abordées dans les normes volontaires élaborées et préconisées par les professionnels. Il serait également utile d'avoir une meilleure connaissance factuelle des pratiques en vigueur dans des pays autres que les États-Unis ou le Royaume-Uni, qui sont les deux marchés dominants des sociétés de capital-investissement et des fonds d'arbitrage activistes, de manière à pouvoir mieux analyser l'impact de ces nouvelles formes d'activisme sur des systèmes caractérisés par différentes structures d'actionnariat et différents types de mécanismes de contrôle. Il serait intéressant en particulier d'étudier s'il existe une possibilité que des investisseurs actifs jouent un rôle positif dans le gouvernement d'entreprise de sociétés caractérisées par une forte concentration de leur actionnariat et dans des systèmes financiers davantage orientés sur les activités bancaires.

Emergence des structures de placement alternatives

Les fonds d'arbitrage activistes s'efforcent d'influencer le comportement des entreprises sans en prendre le contrôle...

Les fonds d'arbitrage activistes mettent en œuvre toute une gamme de stratégies, généralement fondées sur la détention de participations assorties de droits de vote relativement modestes, mais néanmoins significatives, et sur la menace de l'exercice de leurs droits de vote, souvent associées à des campagnes publiques en faveur d'un changement dans la société. Ils utilisent quelquefois des moyens détournés pour renforcer leur pouvoir de vote pour un coût relativement modeste et sollicitent souvent, pour leurs programmes de réformes, le soutien d'autres pools de capitaux privés et d'investisseurs institutionnels plus traditionnels. Cette stratégie leur permet alors d'être en position de force pour imposer leurs exigences en matière de gouvernement d'entreprise aux conseils d'administration et aux dirigeants des sociétés. De telles exigences concernent souvent les stratégies opérationnelles de la société ou l'utilisation de son capital. Ils peuvent également tenter de modifier les structures et les pratiques de gouvernement d'entreprise lorsqu'il apparaît que la capacité des actionnaires à exercer leurs principales fonctions de détenteur du capital (par exemple élire et révoquer les administrateurs) a été limitée. Leur taux de réussite paraît impressionnant : plusieurs études font apparaître que dans 60 à 75 % des cas, ils parviennent à empêcher des fusions ou au contraire à soutenir des rachats, à faire nommer d'autres présidents ou à modifier la composition des conseils d'administration, ou encore à transformer la structure du capital d'une entreprise en procédant à des rachats d'actions, etc. Rien n'indique que les sociétés concernées aient eu à pâtir du désir de gain à court terme d'un investisseur activiste.

... ce qui remet en cause les systèmes de droits de vote ...

Du fait de l'activisme des fonds d'arbitrage, les droits de vote sont aujourd'hui plus disputés, par exemple pour les élections aux conseils d'administration ou lorsqu'il s'agit de prendre le contrôle d'entreprises dans certains pays. Dans un petit nombre de pays, ces batailles ont amené à s'interroger sur l'intégrité et l'efficacité des mécanismes en place pour identifier, traiter et exercer les droits de vote. Ce problème s'est apparemment accentué avec la pratique des fonds d'arbitrage activistes qui recourent aux prêts de titres peu avant une course aux procurations ou une assemblée générale pour accroître leur influence. Si le prêt de titres n'a rien de problématique en soi, cette pratique a pour effet de mettre à l'épreuve le système des droits de vote et elle a abouti dans quelques pays à des cas de votes surnuméraires. À l'évidence, l'issue de scrutins serrés devient dès lors difficile à juger et le principe du traitement équitable des actionnaires est remis en cause. L'activisme pose un autre problème dans les cas où la participation des actionnaires aux assemblées générales ordinaires ou extraordinaires est faible. La meilleure solution consiste alors à lever les obstacles à la participation des actionnaires.

La pratique dite des « votes vides » a elle aussi beaucoup fait parler d'elle, même si en réalité elle ne semble pas très répandue. Cela arrive par exemple lorsque l'intérêt économique attaché à une action (c'est-à-dire le risque pris dans une entreprise) est couvert ou cédé de façon à ce qu'il ne subsiste plus que le droit de vote. Les droits de vote vides ne sont pas l'apanage des fonds spéculatifs. Les dirigeants d'une société peuvent avoir recours à cette tactique pour transférer le risque économique d'une participation tout en conservant les droits de vote afin de protéger plus facilement leur position. Un actionnaire majoritaire peut aussi y recourir pour conserver le contrôle d'une entreprise tout en minimisant son risque. Certains fonds d'arbitrage ayant utilisé cette tactique ont fait parler d'eux lorsqu'elle a provoqué un conflit d'intérêts entre eux et les autres actionnaires, ce qui peut arriver par exemple si un fonds d'arbitrage ayant une participation à la fois dans une société acquéreuse et dans une société-cible couvre intégralement son risque dans la société acquéreuse et se déclare publiquement en faveur de l'acquisition, même si le prix d'achat a pour effet de surévaluer l'entreprise-cible. On a déjà vu surgir des conflits d'intérêts similaires dans le passé, si bien que ce problème n'est pas une nouveauté en droit des sociétés, mais la situation peut

Emergence des structures de placement alternatives

devenir beaucoup plus compliquée à gérer dans un contexte marqué par l'importance croissante des nouveaux investisseurs actifs et par une innovation financière permanente.

Si les problèmes liés à de telles pratiques sont réels, il semble nécessaire de peser soigneusement les conséquences de toute action éventuelle des pouvoirs publics sur le développement des marchés financiers et sur l'efficacité du gouvernement d'entreprise. Pour trouver un juste équilibre entre ces différentes nécessités, il vaut sans doute mieux accroître la transparence plutôt que d'interdire ces nouvelles pratiques ou d'essayer d'y faire obstacle. De toute façon, les avantages et les inconvénients d'une règle « sélective » quelle qu'elle soit devront être soigneusement évalués une fois les défaillances du marché clairement identifiées.

... et pourrait bien nécessiter des améliorations des dispositions réglementaires connexes en matière de publication d'informations.

Lorsqu'ils sont en train de constituer leurs portefeuilles de participations, les fonds d'arbitrage activistes doivent se conformer à des lois d'application générale concernant la publication d'informations dans des délais déterminés, comme le préconisent les Principes. Il s'agit d'informations qui doivent être publiées une fois que certains seuils de participation sont atteints (par exemple 2 %, 5 % ou encore 10 %). Dans certains pays, des informations détaillées peuvent être également requises sur les intentions de l'investisseur et sur les accords qu'il a éventuellement conclus avec l'entreprise ou avec d'autres actionnaires. Conçues à l'origine pour contrôler les rachats furtifs, ces obligations ont contribué à améliorer la transparence et la discipline du marché en matière d'exercice d'une influence sur les sociétés. On s'est toutefois demandé dans certains pays si les obligations existantes (a) englobaient de manière exhaustive et cohérente les types d'intérêts économiques et de vote susceptibles d'être créés par des opérations sur des produits dérivés et (b) étaient fixées au seuil optimal compte tenu de ces nouvelles conditions de marché où les investisseurs ont la possibilité d'exercer une influence significative sans détenir le contrôle ou sans chercher à l'obtenir.

Dans l'exercice de leur stratégie de création de valeur, les fonds d'arbitrage activistes comptent généralement sur le soutien d'autres investisseurs qu'ils consultent quelquefois, et préfèrent souvent les déclarations publiques aux négociations en privé avec la direction des entreprises concernées. Les Principes prônent certes la communication et la coordination entre les investisseurs, mais sous réserve de la mise en place de mesures destinées à prévenir toute manipulation. Les risques de manipulation et, en particulier, les délits d'initiés et les opérations pour compte propre abusives, sont apparemment une préoccupation de taille à certains moments et dans certains pays, et ne sont pas compatibles avec les Principes qui appellent à un traitement équitable de tous les actionnaires. Une réglementation appropriée et une surveillance efficace dans ce domaine sont particulièrement importantes, étant donné les puissants mécanismes d'incitation offerts aux gérants des fonds d'arbitrage.

Le capital-investissement constitue une puissance majeure dans les opérations de rachat suivi d'un retrait de la cote

Les structures de capital-risque mettent en œuvre un large éventail de stratégies complémentaires, notamment le financement de sociétés cotées ou non ou encore l'apport de capital-risque. Comme on l'a vu, le Groupe de Direction s'est concentré sur les opérations dites « de retrait » dans lesquelles des sociétés faisant appel à l'épargne publique sont retirées de la cote après leur rachat. Ces transactions s'inscrivent généralement dans une logique qui consiste à restructurer la société, à rationaliser l'utilisation de ses actifs, et à en accroître la valeur avant de la revendre à un prix plus élevé. Les capitaux mis en commun à cette fin

Emergence des structures de placement alternatives

sont généralement bloqués pour une période de dix ans et complétés par un recours à l'endettement, souvent à un ratio de 3 pour 1 selon les types de transactions.

... ce qui nécessite un marché efficient et transparent du contrôle des entreprises.

Le processus de retrait d'une entreprise faisant appel à l'épargne publique pose un certain nombre de questions fondamentales de gouvernement d'entreprise qui sont abordées dans les Principes de l'OCDE. L'examen des pratiques actuelles entrepris pour le Groupe de direction fait apparaître un certain nombre de préoccupations qui méritent d'être examinées de plus près. Elles concernent principalement l'obligation selon laquelle les « marchés du contrôle des sociétés doivent pouvoir fonctionner de manière efficace et transparente ». Un problème connexe concerne les obligations fiduciaires des administrateurs et des dirigeants, car ils sont souvent parties à un rachat et peuvent donc avoir des conflits d'intérêts. Une étude portant sur cinquante grosses opérations de retrait effectuées aux États-Unis a montré que 34 % des conseils d'administration des entreprises-cibles ne prenaient pas la peine de constituer un comité indépendant chargé d'évaluer, de négocier et d'approuver l'opération proposée. Plusieurs transactions réalisées dans d'autres pays ont également suscité des interrogations pour savoir si les conseils d'administrations avaient rempli leurs obligations vis-à-vis des actionnaires dans leur ensemble et vis-à-vis de leur société.

Les mécanismes de rémunération peuvent également être mis en cause et risquent même de poser un problème spécifique concernant l'intégrité de la direction et le comportement du conseil d'administration tels qu'ils sont définis dans les Principes de l'OCDE. Par exemple, on voit que dans certains cas, le droit d'exercer des options offertes aux dirigeants et aux administrateurs peut être acquis en cas de réussite d'une offre de rachat, si bien qu'on pourrait les soupçonner d'être disposés à accepter une offre (c'est-à-dire à « jeter l'éponge ») même si l'opération n'a pas pour effet de maximiser la valeur pour les actionnaires et pour l'entreprise. Les fonds de pension et autres investisseurs institutionnels peuvent aussi être prêts à bloquer une plus-value immédiate. Si l'on y ajoute la tendance récente à constituer des clubs de capital-investissement pour pouvoir cibler de grandes entreprises, on a souvent l'impression qu'en dépit de primes d'acquisition élevées, de l'ordre de 30 à 40 %, certaines sociétés sont vendues à des prix trop bas.

D'autres préoccupations peuvent se faire jour, du point de vue opposé, lorsque la fluidité du marché du contrôle des sociétés est amoindrie par des réglementations ou des pratiques qui ont un effet de surprotection et aboutissent à une consolidation des positions acquises par les dirigeants. Alors que les opérations de retrait ne sont généralement pas contestées par les dirigeants et les conseils d'administration, les Principes de l'OCDE reconnaissent qu'un marché efficace du contrôle des sociétés suppose que les mécanismes anti-OPA ne soient pas utilisés pour dispenser les dirigeants et les administrateurs de rendre des comptes. On ne peut pas exclure que la présence de tels mécanismes limite le nombre des sociétés qui, sinon, pourraient être la cible de stratégies d'investissement activistes.

Seules certaines entreprises attirent les apporteurs de capital-investissement ...

Les travaux s'appuyant sur des données empiriques montrent que les sociétés qui sont typiquement la cible d'une opération de rachat suivie d'un retrait de la cote sont souvent sous-évaluées, dotées d'une solide trésorerie et relativement peu endettées. Comme les opérations sont rarement « hostiles », il est également possible de nouer des relations étroites avec les dirigeants et les administrateurs, dont beaucoup sont actionnaires et vont donc être favorables à l'opération. Au Royaume-Uni, les sociétés qui font l'objet d'opérations de retrait ont, avant leur rachat, une probabilité de faillite considérablement plus élevée que d'autres entreprises. Ce n'est pas le cas aux États-Unis, où la probabilité d'une opération de rachat suivie d'un retrait de la cote est en fait plus basse en cas de fragilité financière potentielle.

Emergence des structures de placement alternatives

Les dispositifs fiscaux peuvent constituer une incitation, mais ne sont pas, et de loin, le seul facteur pris en compte

Le Groupe de direction s'est également intéressé au rôle de la fiscalité dans les opérations de retrait. En moyenne, les actionnaires qui, avant une opération de rachat suivie d'un retrait, détenaient des participations dans une société qui est la cible d'une telle opération, perçoivent une prime d'environ 40 %. S'efforçant de déterminer de quelle manière la fiscalité influence le niveau de cette prime, les auteurs des études menées au Royaume-Uni et aux États-Unis ne parviennent pas à la même conclusion, même s'il convient de noter que les études menées portent sur des périodes différentes. Les études plus anciennes menées aux États-Unis montrent que l'impact de la fiscalité pourrait représenter entre 20 et 70 % de la prime selon la structure de l'opération. Au Royaume-Uni, le fait que les primes les plus élevées concernent les entreprises où l'effet de levier est le plus faible ne vient pas vraiment appuyer la thèse de l'attrait des avantages fiscaux. Le fait d'avoir une capacité d'endettement inutilisée est susceptible de générer une protection fiscale supplémentaire importante. Cela étant, le rôle du système fiscal passe par d'autres voies que le seul impôt sur les sociétés de l'entreprise-cible.

La fiscalité des associés d'une structure de capital-investissement et des sociétés de personnes à responsabilité limitée diffère d'un pays à l'autre et peut, selon les cas, encourager ou au contraire dissuader l'investissement par l'entremise de pools de capitaux privés. Le traitement des plus-values a également son importance, en particulier pour les associés-gérants (c'est-à-dire l'intéressement des financiers). Dans certains pays, il semble qu'il y ait une contradiction entre les incitations fiscales destinées à encourager le capital-risque d'une part et la volonté de décourager les opérations de capital-investissement prévoyant un retrait de la cote d'autre part.

La phase de sortie des apporteurs de capital-investissement est une étape fondamentale du processus

Dans un scénario de capital-investissement, la phase de sortie est très importante : il s'agit du moment où le fonds de capital-investissement revend l'entreprise, soit en l'introduisant en bourse, soit en la cédant à une autre entreprise (vente industrielle), soit en la revendant à un autre fonds de capital-investissement (marché secondaire du capital-investissement). L'introduction en bourse est généralement la méthode la plus rentable et la plus intéressante pour un fonds, mais à ce jour, les ventes industrielles constituent la forme de sortie la plus courante, sauf en période de récession, puisqu'elles représentent dans certains pays un tiers de toutes les sorties. Il est important de noter qu'en cas d'introduction en bourse, le fonds de capital-investissement conserve souvent une participation importante pendant quelque temps, et l'on peut penser qu'il continue à exercer un contrôle actif dans la société.

La cession partielle de la société constitue un moyen de récupérer une partie de l'investissement initial tout en conservant le contrôle de l'entreprise, et pourrait correspondre à une évolution des scénarios de capital-investissement. Le nombre de cessions partielles à la suite de rachats s'établit généralement entre 70 et 100 par an au Royaume-Uni et il est inférieur de moitié environ sur le continent européen. La valeur totale des cessions partielles a atteint le niveau record de quelque 9 milliards EUR en 2005, dont 2.2 milliards EUR pour le continent européen.

Emergence des structures de placement alternatives

Les performances des sociétés réintroduites en bourse après une opération de retrait sont satisfaisantes et, dans bien des cas, supérieures à celles des autres entreprises

On entend quelquefois dire que les sociétés qui viennent d'être cédées par des fonds de capital-investissement sont affaiblies par un endettement élevé. S'il y a eu en effet quelques exemples retentissants d'effondrements très rapides (par exemple Refco), cette impression n'est pas confirmée par les chiffres. En effet, lors de l'examen des travaux empiriques effectués pour le compte du Groupe de direction, une étude importante portant sur 496 introductions en bourse réalisées par des fonds de capital-investissement aux États-Unis pendant la période 1980-2002 a montré que ces entreprises, et en particulier les plus grandes, avaient fait beaucoup mieux que le marché et que les autres sociétés nouvellement cotées, avec une exception : les cas dans lesquels une société est remise sur le marché dans l'année qui suit son retrait. De tels « allers-retours » font certes les gros titres de la presse, mais ils sont peu fréquents.

...mais certaines méthodes suscitent des inquiétudes

Des inquiétudes se sont fait jour concernant la forte augmentation des refinancements et recapitalisations sur fonds empruntés observée ces dernières années. La recapitalisation sur fonds empruntés suppose généralement de s'endetter de nouveau pour dégager du capital au profit des investisseurs (par exemple au moyen d'un dividende spécial). À ce stade, il est difficile de savoir s'il ne s'agit que d'un phénomène temporaire ou bien s'il faut y voir le signe d'une évolution plus profonde.

Les performances des entreprises semblent s'améliorer avec l'arrivée d'un apporteur de capital-investissement...

L'examen des études sur les performances des sociétés demandées par le Groupe de direction ont permis de remarquer que les données empiriques étaient pour l'instant limitées pour l'essentiel au Royaume-Uni, où il existe un échantillon raisonnable de transactions ayant fait l'objet de sorties. Cet échantillon permet de mesurer l'accroissement de la valeur de l'entreprise en le distinguant du rendement des capitaux propres, qui est artificiellement gonflé par l'endettement et les distributions de dividendes. Une étude portant sur les sorties ainsi effectuées au Royaume-Uni a fait apparaître pour la valeur des entreprises une rentabilité moyenne de 22 % hors rendements des indices boursiers, ce qui montre que des gains réels sont obtenus. Les formes les plus courantes de création de valeur par des fonds de capital-investissement sont les acquisitions complémentaires (53 %) et les changements à la tête de l'équipe dirigeante (43 %). Dans environ un cinquième des cas, les activités de création de valeur portent sur l'un ou plusieurs des éléments suivants : expansion de la gamme de produits, croissance du chiffre d'affaires, définition d'une nouvelle stratégie commerciale, réorientation stratégique, restructuration, expansion géographique, réduction des coûts ou encore ajustements des effectifs/regroupements et recours à la sous-traitance.

Emergence des structures de placement alternatives

.... mais pour les investisseurs, les rendements ajustés en termes de risque ne donnent pas l'impression d'un potentiel illimité, si bien que le capital-investissement pourrait bien être considéré simplement comme un complément aux marchés boursiers

Le scénario du capital-investissement est-il durable et représente-t-il une solution de rechange par rapport aux marchés boursiers ? C'est une question importante qu'on peut se poser. S'il semble être très rentable pour les structures de capital-investissement constituées en sociétés de personnes (sans perdre de vue pour autant les pertes significatives subies sur les investissements ayant échoué), offre-t-il aux investisseurs des rendements nets de commissions susceptibles de les encourager à conserver leurs placements ? Si l'on se fie aux données examinées par le Groupe de direction, la réponse est mitigée. Une étude récente portant sur 199 rachats effectués par des fonds fait apparaître un coefficient alpha positif et statistiquement significatif (en d'autres termes, des rendements supérieurs à ceux du marché) par rapport à des placements sur fonds empruntés dans des sociétés du S&P 500 présentant un niveau de risque équivalent. D'autres études ont des conclusions moins tranchées, indiquant des rendements moyens nets de commissions sensiblement égaux à ceux des participations dans des sociétés du S&P 500, mais on observe des différences importantes et persistantes d'un fonds de capital-investissement à l'autre. C'est peut-être le signe que la marge de manœuvre de ces fonds est limitée, si bien qu'il faudrait en conclure que le modèle qu'ils proposent est loin d'être universel.

Les travaux s'appuyant sur des données empiriques examinés pour le compte du Groupe de direction montrent que le capital-investissement est une entreprise risquée, avec un certain nombre de transactions concernant des entreprises déjà en difficulté offrant des rendements modestes, compensées par quelques investissements très rentables. À titre d'illustration, une étude fait apparaître un taux moyen de rendement des capitaux propres de 70.5 %, mais une médiane de - 17.8 %.

L'effet global sur l'emploi n'est pas négatif en soi et mériterait d'être évalué de manière plus approfondie ...

Le Groupe de direction a remarqué que les conséquences sur l'emploi constituaient souvent une préoccupation publique lorsqu'on évoque les prises de participations par des sociétés de capital-investissement ou l'intervention de fonds d'arbitrage activistes. Cela étant, il n'est pas possible pour l'instant de tirer des conclusions convaincantes quant à leur impact combiné sur le niveau global de l'emploi, qui est l'aspect qui nous intéresse du point de vue de l'action publique. L'impact total sur l'emploi dépendra de la période pendant laquelle des sociétés auront été détenues par des fonds de capital-investissement et de la structure par âge du portefeuille des sociétés rachetées puis retirées de la cote. Il dépendra également de l'état d'avancement du cycle économique, de la flexibilité du marché du travail et des politiques d'ajustement. Cela n'aurait pas de sens, du point de vue économique, d'assimiler l'effectif d'une société ayant fait l'objet d'un retrait de la cote et cédée ensuite à une autre société (c'est-à-dire faisant l'objet d'une vente industrielle) à une perte d'emplois associée au capital-investissement. Si l'on considère la durée de vie totale d'un investissement effectué dans le cadre d'une opération de retrait, il ne semble pas que les stratégies actives aient un impact négatif en soi sur l'emploi dans une société. Étant donné l'importance de cette question, le Groupe de direction continuera néanmoins à suivre les travaux empiriques et analytiques consacrés à l'impact combiné des stratégies actionnariales actives sur l'emploi.

Emergence des structures de placement alternatives

... ainsi que les questions relatives aux parties prenantes plus généralement.

S'inscrivant dans le droit fil du chapitre IV des Principes de l'OCDE, le Groupe de direction a noté que différentes parties prenantes étaient souvent très concernées par l'issue d'une opération de rachat suivie d'un retrait de la cote. Il peut arriver que dans certains pays, les droits de ces différentes parties prenantes soient moins bien définis et plus difficiles à faire respecter que dans d'autres. Un exemple relevé dans un certain nombre de cas concerne les créanciers d'une société-cible qui subissent une perte de marché lorsque la note attribuée à leur dette est dégradée à la suite d'une opération de rachat avec effet de levier. Ceci peut également se produire lors d'une fusion ou acquisition classique où l'acheteur est très endetté. Une solution adoptée par certains créanciers consiste à insister pour que les clauses de contrôle figurant dans leurs accords de prêts soient modifiées, mais dans certains pays, il arrive parfois que cela ne soit pas possible.

Le Groupe de direction a également noté que dans certains pays, les droits des salariés établis par des accords mutuels pouvaient également poser des problèmes en cas d'opération de rachat suivie d'un retrait de la cote. En effet, les droits acquis recouvrent souvent des dispositions convenues en matière de couverture santé et de retraite ainsi que des mécanismes d'amélioration des performances. Les problèmes sont souvent complexes, en particulier dans le cas où une société en difficulté financière est rachetée par un apporteur de capital-investissement en vue d'être restructurée. Les employés sont alors confrontés à un dilemme : renégocier les accords en matière de santé et de retraite ou forcer l'entreprise à déposer son bilan dans l'espoir que leurs droits seront protégés. A l'évidence, cela dépend beaucoup des spécificités du pays, notamment du régime des faillites. Dans certains pays, des mécanismes d'amélioration des performances sont inscrits dans le droit du travail ou le droit des sociétés et en conséquence, comme les autres droits établis par la loi, ils ne changent pas, même en cas de changement d'actionnaire.

I. Introduction

1. Les marchés financiers poursuivent leur évolution, qui est loin d'être sans conséquence sur le gouvernement d'entreprise. En novembre 2006, le Groupe de direction sur le gouvernement d'entreprise de l'OCDE (ci-après le « Groupe de direction ») a demandé au Secrétariat de l'OCDE de préparer un rapport (ci-après le « rapport ») consacré principalement aux conséquences potentielles, pour le gouvernement d'entreprise, de l'augmentation des participations détenues par des pools de capitaux non cotés dans des sociétés cotées ou l'ayant été. Plus précisément, ce rapport met l'accent sur les structures de capital-investissement et les fonds d'arbitrage dont les stratégies d'investissement visent explicitement à influencer les pratiques et les modes d'organisation des sociétés grâce à une intervention active dans ces entreprises.

2. L'intérêt manifesté par le Groupe de direction pour cette catégorie d'investisseurs s'explique par le lien étroit qui existe entre leur impact sur le comportement, les mécanismes de gouvernement d'entreprise et les performances des sociétés dans lesquelles ils investissent d'une part et les objectifs et les résultats préconisés par les Principes de gouvernement d'entreprise de l'OCDE (ci-après les « Principes ») d'autre part. Certains observateurs ont le sentiment que les pratiques des investisseurs alternatifs nuisent au gouvernement d'entreprise : ils qualifient volontiers les sociétés de capital-investissement et les fonds d'arbitrage de « sauterelles », de « pirates » ou encore de « meutes de loups » et les accusent de détourner l'attention des dirigeants et des administrateurs de leurs objectifs à long terme pour les contraindre à se focaliser sur des résultats financiers à court terme.

3. D'autres les voient au contraire d'un œil positif, et les présentent comme des investisseurs actifs qui permettent de réduire les coûts d'agence causés par des dirigeants manquant de discipline et des administrateurs médiocres, et qui comblent un manque sur les marchés financiers en permettant l'exercice d'une discipline de marché. Ils passent donc pour contribuer à l'obtention des résultats prônés par les Principes. Certains observateurs estiment pour leur part que les investisseurs alternatifs n'agissent pas très différemment d'autres investisseurs qui suivent les performances de leurs placements.

4. Il est facile de trouver des exemples particuliers illustrant chacun de ces points de vue. Jusqu'à une époque récente, il n'y a toutefois eu que très peu d'analyses systématiques de l'influence exercée par ces investisseurs sur le gouvernement d'entreprise et les performances des sociétés cotées. Les auteurs du présent rapport s'efforcent de faire mieux connaître la situation existante en procédant à une synthèse de différentes études et en présentant les données disponibles dans une grille fondée sur les Principes. En particulier, le rapport aborde les questions suivantes :

- En quoi le comportement de ces investisseurs ressemble-t-il à celui des autres investisseurs des marchés financiers, ou en quoi s'en démarque-t-il ?
- Ces investisseurs permettent-ils de combler des lacunes éventuelles dans le système de gouvernement d'entreprise et dans les marchés financiers, par exemple en suscitant une amélioration des pratiques de gouvernement d'entreprise dans des environnements où d'autres participants ont fait preuve de moins d'initiatives ou ont été moins heureux ?
- Les activités de ces investisseurs viennent-elles en compléments des efforts déployés par d'autres investisseurs pour exercer une discipline de marché, ou les facilitent-elles ?

Emergence des structures de placement alternatives

- Dans quelle mesure le comportement de ces investisseurs est-il, en moyenne, compatible avec les Principes de l'OCDE ?¹
- Y a-t-il un risque significatif que ces investisseurs enregistrent des rendements anormalement élevés sur certains marchés en exploitant les lacunes des régimes de gouvernement d'entreprise ?
- Les activités de ces investisseurs font-elles peser une menace sur certaines composantes du régime de gouvernement d'entreprise, les systèmes de vote par exemple ?
- De quelle manière le régime de gouvernement d'entreprise décrit au chapitre I des Principes affecte-t-il le comportement de ces investisseurs et les résultats qui en découlent ? (Par exemple, les dispositions réglementaires peuvent, dans certains pays, créer des incitations à agir d'une manière particulière inconnue dans d'autres).

¹ En particulier, les Principes à prendre en considération sont :

- le chapitre II (par exemple le Principe II.A concernant les droits de vote et la participation aux bénéfices de l'entreprise, le Principe II.B concernant l'information et la participation des actionnaires aux changements fondamentaux pour la société, le Principe II.C concernant les modalités d'une participation effective à l'assemblée générale des actionnaires, le Principe II.E consacré au marché du contrôle des sociétés, le Principe II.F recommandant que l'exercice par l'ensemble des actionnaires de leurs droits en tant que détenteurs du capital soit facilité, le Principe II.G qui prévoit que les actionnaires doivent être autorisés à se consulter entre eux sur toute question relative aux droits élémentaires que leur confère leur statut d'actionnaire, sous réserve de certaines exceptions destinées à prévenir les abus.) ;
- le chapitre III (par exemple le Principe III.A recommandant une égalité de traitement entre tous les actionnaires détenteurs d'actions d'une même série à l'intérieur d'une classe, le Principe III.B appelant à l'interdiction des délits d'initiés et des opérations pour compte propre abusives, le Principe III.C établissant que les administrateurs et les principaux dirigeants doivent faire état de tout intérêt significatif qu'ils pourraient avoir dans une opération ou une affaire affectant directement la société) ;
- le chapitre IV (par exemple le Principe IV.A consacré au respecté des droits des parties prenantes dont la loi prévoit la protection ou qui sont établis sur la base d'accords mutuels, le Principe IV.C concernant les mécanismes de participation des salariés qui sont de nature à améliorer les performances et le Principe IV.F concernant la mise en oeuvre effective des droits des salariés) ;
- le chapitre V (par exemple les Principes concernant la diffusion d'informations sur les principales participations au capital et les droits de vote (Principe V.A.3), sur la politique de rémunération, sur les données relatives aux administrateurs, sur le processus de leur sélection et sur leur indépendance (Principe V.A.4), sur les transactions effectuées avec des parties liées (Principe V.A.5), sur les facteurs de risque prévisibles (Principe V.A.6), sur les questions intéressant les salariés et les autres parties prenantes (Principe V.A.7) et sur les structures et les politiques de gouvernance de l'entreprise (Principe V.A.8) et le Principe V.E prévoyant que tous les utilisateurs doivent pouvoir accéder aux informations pertinentes dans des conditions équitables, en temps opportun et au meilleur coût) ;
- enfin, dernier élément de la liste mais non le moindre, la plus grande partie du chapitre VI (par exemple le Principe VI.A définissant les responsabilités des administrateurs).

II. Les sociétés de capital-investissement et les fonds d'arbitrage activistes : définition, organisation, taille et champ d'intervention

1 Les investisseurs alternatifs activistes : une histoire déjà ancienne

5. Les investisseurs alternatifs activistes ne datent pas d'aujourd'hui, et ce n'est pas la première fois qu'ils suscitent des préoccupations vis-à-vis du gouvernement d'entreprise². Les opérations de rachat ont déjà connu un niveau soutenu dans les années 80 aux États-Unis, avec un certain nombre de rachats financés par des « prédateurs » grâce à un recours massifs à des fonds empruntés. Ce terme péjoratif de « prédateurs » a été utilisé parce qu'on avait souvent l'impression qu'il n'existait pas de synergies évidentes entre ces repreneurs et leurs cibles. Le plus souvent, le repreneur avait l'intention de revendre des actifs stratégiques afin de rembourser la dette contractée pour acquérir la société. De tels comportements ont suscité bien des débats concernant les droits respectifs des conseils d'administration et des actionnaires sur le marché du contrôle des sociétés, ainsi que les effets, en termes d'efficacité du marché, des différents mécanismes de rachat³. Cette vague d'opérations de rachat s'est brièvement apaisée au début des années 90, en partie à cause du ralentissement économique, de l'effondrement du marché des obligations à haut rendement et à haut risque et de l'apparition de mécanismes de défense et de protection contre les opérations de rachat.

6. Les rachats ont connu un regain d'activité dans la deuxième moitié des années 90 et se sont accélérés après 2002/2003, aux États-Unis comme en Europe, mais selon un schéma différent. Les rachats par des investisseurs se sont développés à la fin des années 90, alors que les sociétés de capital-investissement étaient à la recherche d'opérations intéressantes sur un marché de plus en plus concurrentiel, et que les entreprises préféraient se défaire de divisions importantes en les vendant au plus offrant plutôt qu'en les cédant à leur dirigeants dans le cadre d'opérations de RES. Les gérants des fonds de capital-investissement se plaçaient généralement dans une optique à plus long terme que les « prédateurs » de la décennie précédente et ils ont eu le soutien d'investisseurs raisonnant à un horizon similaire. Ce schéma d'acquisition est très différent des scénarios de financement par émissions d'obligations à haut rendement et haut risque observé auparavant. Les fonds de capital-investissement adoptant vis-à-vis des salariés une stratégie managériale à plus long terme, la différence entre les rachats amicaux et les offres non sollicitées s'est beaucoup atténuée au fil des années 90.

² B. Cheffins et J. Armour (2007)

³ Par exemple, certains ont fait valoir que le marché du contrôle des sociétés à cette époque avait permis de traiter le problème des flux de trésorerie disponibles et de restructurer l'industrie américaine, ainsi que de démanteler des conglomérats destructeurs de valeur (voir par exemple Jensen, 1993). D'autres ont soutenu au contraire que les mécanismes de défense des droits des actionnaires (souvent qualifiés de « pilules empoisonnées »), conjugués aux décisions prises par la cour du Delaware, qui a validé les stratégies de défense mises en œuvre par certains conseils d'administration (par exemple le refus sans justification), et à l'adoption, dans certains États, d'une législation bloquant les stratégies d'acquisition qui n'avaient pas l'aval du conseil d'administration de la société-cible, avaient sauvé les entreprises américaines. Les observateurs critiques ont prédit une augmentation des coûts d'agence due à une consolidation de leurs positions acquises par les dirigeants. Rétrospectivement, on voit que le régime de gouvernement d'entreprise a été adapté par les participants au marché, avec la multiplication des conseils indépendants et l'adoption de systèmes de rémunération des dirigeants fondés sur les performances qui ont eu pour effet de modifier les incitations offertes aux initiés (voir Kahan et Rock, 2002).

Emergence des structures de placement alternatives

7. Les fonds d'arbitrage sont également entrés en scène au début des années 90. Au cours de cette décennie, ils étaient nombreux à recourir à des stratégies de sélection de titres en prenant des positions aussi bien acheteuses que vendeuses sur des titres appartenant au même secteur ou à la même zone géographique, investissant spécialement au moment des rachats de façon à s'assurer des gains sans risque par le jeu des arbitrages⁴. Nombre d'entre eux étaient aussi particulièrement actifs dans les opérations de change. En revanche, les fonds d'arbitrage activistes, qui sont principalement le sujet du présent rapport, n'ont pas été très présents avant les années 2000.

2 Difficultés rencontrées pour classer les investisseurs

2.1 Fonds d'arbitrage

8. Bien que les journalistes et les pouvoirs publics utilisent régulièrement l'expression « fonds d'arbitrage », il est difficile d'en donner une définition qui montre en quoi ils diffèrent radicalement des autres structures de placement et des autres acteurs des marchés de capitaux. De fait, dans la plupart, sinon la totalité, des pays de l'OCDE, et même dans ceux où les fonds d'arbitrage et leurs gérants sont soumis à une réglementation, il n'existe pas de définition d'un « fonds d'arbitrage » pouvant être utilisée à des fins réglementaires⁵.

9. Malgré cette absence de définition officielle, on s'accorde généralement à considérer qu'un certain nombre de caractéristiques permettent de définir les fonds d'arbitrage (voir l'encadré 1), mais il faut remarquer que d'autres investisseurs et acteurs des marchés de capitaux en possède souvent une ou plusieurs eux aussi. De fait, comme indiqué dans la partie 2.3 ci-après, il existe une certaine convergence entre les fonds d'arbitrage et les autres structures de placement ou de gestion d'actifs, si bien que même le classement de ces fonds dans les « structures de placement alternatives » a perdu beaucoup de son intérêt du point de vue de l'analyse.

⁴ Ces stratégies sont décrites dans Block (2006).

⁵ Dans un rapport récent intitulé « The Regulatory Environment for Hedge Funds: A Survey and Comparison », le Comité technique de l'OICV (Organisation internationale des commissions de valeurs) constate qu'aucun des vingt pays ou États qu'il a examinés ne peut fournir une définition exhaustive d'un « fonds d'arbitrage ». Voir OICV (2006).

Encadré 1. Difficultés rencontrées pour définir les fonds d'arbitrage

Il est généralement admis que les éléments qui permettent de caractériser un fonds d'arbitrage sont les suivants :

(i) Il s'agit souvent de mécanismes de placement collectif non réglementés en tant que tel, même si leurs gérants le sont, et même s'ils doivent se conformer à d'autres réglementations en vigueur sur les marchés de capitaux comme par exemple faire état des participations significatives.

(ii) Ils ont très fréquemment recours aux produits dérivés (mais c'est aussi le cas des banques, des sociétés d'assurance et des entreprises d'investissement).

(iii) Ils ont recours à des techniques de vente à découvert (mais les autres aussi).

(iv) Ils ont très largement recours à des fonds empruntés (mais les autres aussi, y compris les fonds de capital-investissement).

(v) Ils perçoivent des commissions de performance de 20 % (mais un gérant de fonds du Royaume-Uni a rapporté qu'environ un cinquième de ses fonds gérés activement étaient assortis d'une structure de rémunération comparable).

(vi) Ils recherchent généralement des possibilités d'investissements sur les marchés au sens large, et ne s'intéressent pas uniquement aux marchés établis d'actions et d'obligations (et de produits dérivés), mais aussi aux matières premières, à l'assurance-catastrophes, au financement de films ou encore à des placements dans des actifs non liquides. Les banques, les sociétés d'assurance et les entreprises d'investissement effectuent aussi de tels placements.

(vii) Ils adoptent un horizon à court terme, mais c'est également le cas d'investisseurs à long terme tels que les fonds de placement qui doivent rester proches d'un indice de marché et se cantonner à l'intérieur d'une limite de risque.

Source : McCarthy (2006) et OCDE

Emergence des structures de placement alternatives

2.2 *Les fonds d'arbitrage activistes*

10. Les fonds d'arbitrage activistes sont définis dans le présent rapport comme des structures de placement qui s'efforcent, souvent en exerçant des droits de vote ou en menaçant de les exercer⁶, d'influencer des entreprises cotées en bourse pour qu'elles prennent des mesures qui, à leur avis, auront pour effet d'en accroître la valeur. Le présent rapport ne s'intéresse toutefois pas aux fonds qui se contentent d'opérer des arbitrages sur le marché en prenant des positions acheteuses ou vendeuses sur des actions⁷ sauf si, comme c'est le cas de certaines opérations de reprise ou de certaines fusions, ils combinent leurs activités d'arbitrage avec des initiatives menées de façon publique ou en privé pour influencer l'issue de l'opération proposée en s'engageant auprès des entreprises, des investisseurs, des analystes ou des services de conseils tels que Institutional Investor Services Inc. (ISS) par exemple.

11. De nombreux autres investisseurs sont également « activistes », mais le plus souvent, il s'agit semble-t-il d'investisseurs à long terme, tandis que les fonds d'arbitrage sont considérés comme des investisseurs à court terme. Cela étant, des études récentes indiquent qu'un classement aussi vague et arbitraire est inexact et finalement peu utile. Comme on le verra dans la partie IV : (1) de nombreux fonds d'arbitrage activistes investissent dans les entreprises pour des périodes aussi longues, voire plus longues, que bien des investisseurs institutionnels dits traditionnels et (2) des stratégies d'investissement à court terme n'ont pas nécessairement un impact négatif sur le gouvernement d'entreprise, de la même façon que des stratégies d'investissement à long terme n'entraînent pas forcément une amélioration du gouvernement d'entreprise ou un accroissement de valeur. Pour que les marchés fonctionnent de manière efficiente et pour promouvoir un gouvernement d'entreprise de qualité, il est nécessaire qu'au moins certains investisseurs s'impliquent à long terme dans ce qui fait la valeur d'une société, et ce calcul ne dépend pas de la durée pendant laquelle les actions seront détenues.

2.1 *Les structures de capital-investissement*

12. Dans le présent rapport, on entend par capital-investissement des entreprises financières ou des fonds qui opèrent selon un scénario fondé sur l'acquisition du contrôle d'entreprises faisant appel à l'épargne publique et ensuite sur le retrait de la cote de ces entreprises. L'univers de ces entreprises ou fonds de capital-investissement est certes bien plus vaste, un grand nombre de ses membres investissant dans des sociétés non cotées, quelquefois sous la forme d'apport de capital-risque⁸, mais le présent rapport les a exclus de son champ d'étude dans la mesure où les Principes visent en priorité les sociétés cotées.

⁶ En plus de l'exercice effectif des droits de vote ou de la menace de leur exercice, d'autres pouvoirs d'actionnaires très importants peuvent être exercés (ou menacés de l'être) aux fins d'influencer le comportement d'une société : (a) le pouvoir de céder (ou de s'abstenir de céder) des actions dans le contexte d'un changement de contrôle (OPA par exemple) et (b) la communication, c'est-à-dire le pouvoir d'exprimer son avis sur les activités de la société en dialoguant avec d'autres investisseurs ou parties prenantes et/ou en passant par des supports tels que les documents obligatoires pouvant être consultés par le public ou les communiqués de presse.

⁷ Les titres empruntés (dans le cadre d'une opération de prêt de titres) appartiennent en fait à l'emprunteur qui peut faire usage des droits de vote qui y sont attachés, sous réserve que les obligations d'enregistrement aient été respectées. La définition retenue dans le présent rapport couvre donc les cas où l'intérêt économique direct dans les titres empruntés a été simultanément couvert, voire réduit à zéro. Voir Black et Hu (2006).

⁸ Pour une étude plus détaillée de certains aspects du capital-risque, voir OCDE (2006).

Emergence des structures de placement alternatives

13. L'un des critères qui permet de distinguer les fonds de capital-investissement qui sont l'objet du présent rapport d'autres acquéreurs potentiels de sociétés cotées est le fait que les fonds de capital-investissement n'ont généralement pas l'intention de conserver indéfiniment le contrôle de la société qu'ils cherchent à racheter (la société-cible). Ils veulent plutôt prendre le contrôle de sociétés, y opérer des changements créateurs de valeur puis réaliser la plus-value ainsi générée en cédant leur participation dans un délai relativement bref. On reviendra plus en détail ci-après sur cette stratégie.

14. Parmi les autres investisseurs cherchant à prendre le contrôle de sociétés cotées, on trouve d'autres entreprises (par exemple des entreprises d'exploitation ou des sociétés de portefeuille), des personnes physiques extérieures ou encore leurs propres dirigeants. Lorsqu'il s'agit de sociétés, elles sont souvent considérées comme des investisseurs cherchant à atteindre des objectifs stratégiques liés à leur propre gamme d'activité, la rentabilité restant une motivation majeure. La différence avec les structures de capital-investissement est plus une question de degré. Même si un acquéreur autre qu'une structure de capital-investissement considère souvent dans un premier temps son acquisition comme « permanente », il peut aussi changer d'avis et céder ou liquider ultérieurement son investissement si les performances de l'entreprise ne sont pas conformes à ses prévisions, ou si elle cesse de correspondre à son plan stratégique. Lorsque le rachat est le fait de dirigeants ou d'autres personnes physiques, des considérations de détention « permanente » sont en jeu. Il peut arriver toutefois que des structures de capital-investissement participent à des rachats d'entreprises par leurs dirigeants en leur fournissant des financements ou des conseils. Lorsque le capital-investissement se cantonne à un rôle purement financier et n'exerce aucun contrôle direct sur la direction, il est exclu du champ d'étude du présent rapport.

15. Les fonds de placement immobilier et les fonds de placement dans des infrastructures sont souvent inclus dans la définition des fonds de capital-investissement. Ils ont certes participé à de très grosses opérations, par exemple la reprise de Thames Water (évaluée à 8 milliards GBP), mais ils sont néanmoins exclus du présent rapport car leur objectif est de conserver leur participation. Généralement, ces fonds sont constitués avec le soutien de fonds de pension (et de fonds de capital-investissement) pour acquérir des sociétés d'infrastructure ou des sociétés possédant des biens immobiliers capables de générer des flux de trésorerie prévisibles à long terme (placements s'apparentant à une rente). Leur objectif étant de conserver leur participation et non de réaliser une plus-value à relativement court terme, ils ne correspondent donc pas à la définition du capital-investissement retenue dans le présent rapport.

2.3 *Convergence et intrications*

16. Toute tentative visant à établir une distinction claire entre les « fonds d'arbitrage activistes » et les « fonds de capital-investissement » et à distinguer ces deux structures d'investissement des autres catégories d'investisseurs tels que les fonds communs de placement, les fonds de pension, les banques d'investissement ou encore les banques commerciales, peut être à l'origine de bien des erreurs. En effet, certaines de ces catégories se chevauchent et, bien souvent, se confondent. De plus, des investisseurs institutionnels traditionnels peuvent détenir des participations dans des fonds d'arbitrage activistes ou des structures de capital-investissement. Enfin, ces investisseurs appartenant à des catégories différentes interviennent parfois côte à côte dans certaines sociétés, et cherchent à y obtenir les mêmes résultats. Le présent rapport fait également état de certaines de ces relations croisées.

Emergence des structures de placement alternatives

17. En outre, une autorité de tutelle a fait remarquer que de nombreux courtiers, banques et compagnies d'assurance ont des activités qu'il est impossible de distinguer de celles des fonds d'arbitrage, ajoutant qu'il existait au Royaume-Uni quelque 60 gérants de fonds « classiques » s'occupant de fonds d'arbitrage aussi bien que de fonds traditionnels. Des sociétés financières ont également racheté des fonds d'arbitrage ou bien ont créé les leurs propres aux États-Unis, au Royaume-Uni et sur le continent européen. Les modifications que la SEC propose d'apporter à certaines règles contribueront également à brouiller encore un peu plus la distinction entre les fonds d'arbitrage et les structures de placement et acteurs traditionnels des marchés de capitaux.

18. On observe également une certaine convergence entre les stratégies utilisées par différentes catégories d'investisseurs alternatifs (voir le tableau 1), voire entre celles des investisseurs « traditionnels » et celles des investisseurs « alternatifs ». Par exemple, certains fonds d'arbitrage investissent aujourd'hui dans des petites entreprises en rachetant des titres non liquides, position également adoptée par des structures de capital-investissement ou d'autres investisseurs. La différence semble être que ces derniers interviennent généralement de manière plus active dans la gestion des sociétés. Les fonds d'arbitrage comme les structures de capital-investissement participent à des opérations de « placement privé dans des titres offerts sur le marché ». Les structures de capital-investissement commencent à prendre des petites participations dans de grandes sociétés cotées (Deutsche Telekom par exemple), dans le droit fil des fonds d'arbitrage activistes ou autres, et d'ailleurs d'autres investisseurs institutionnels. Certains fonds d'arbitrage proposent de racheter des entreprises cotées, de même que les structures de capital-investissement visées par le présent rapport. On observe également une convergence institutionnelle avec certains fonds de capital-investissement ayant des activités de fonds d'arbitrage et réciproquement, même si cette évolution ne s'applique sans doute qu'aux plus grands des opérateurs concernés et s'il est peu probable qu'elle se généralise⁹.

⁹ Voir Grant Thornton (2006).

Tableau 1. Stratégies de gestion des fonds

Fonds de capital-investissement	Fonds de couverture
Rachat total	Couverture globale des risques
Rachat d'entreprises de taille moyenne	--
Stratégie ciblée par pays	Marchés émergents
Financement mezzanine	Valeurs à revenu fixe
Négociation de créances sinistrées	Titres émis par des entreprises en difficulté/stratégie d'exploitation des événements
Prise de contrôle et restructuration de créances sinistrées	Titres émis par des entreprises en difficulté/stratégie d'exploitation des événements
Opérations sur le marché secondaire du capital-investissement	--
Industrie	--
Capital-risque	
Fonds de fonds	Fonds de fonds
	Neutralité vis-à-vis du marché
	Opportunisme de marché
	Contrats à terme
	Arbitrage sur titres convertibles

Source: Grant Thornton (2006).

Emergence des structures de placement alternatives

19. Il peut exister une relation étroite entre différents investisseurs alternatifs. Par exemple, les associés des fonds de capital-investissement prennent souvent contact avec les gérants de fonds d'arbitrage lorsqu'ils sont constitués un montage financier en vue d'un rachat et qu'ils ne font pas uniquement appel à des banques. Sur des marchés de capitaux fortement concurrentiels, les fonds de capital-investissement et les fonds d'arbitrage peuvent cependant se retrouver de part et d'autre d'une même transaction. Ainsi, aux Pays-Bas, une société de capital-investissement est parvenue à retirer l'entreprise VNU de la cote et ce, malgré la forte opposition de deux fonds d'arbitrage. Elle a ensuite nommé un nouveau président à la tête de cette société.

3 Taille et champ d'intervention des fonds d'arbitrage et des sociétés de capital-investissement

3.1 Fonds d'arbitrage

20. Du fait des difficultés rencontrées pour distinguer précisément les fonds d'arbitrage des autres investisseurs, les estimations de leur nombre et de la valeur des actifs qu'ils gèrent varient considérablement. Selon un responsable officiel bien informé, leur nombre oscillerait dans le monde entre 8 500 et 9200¹⁰. Les estimations de la valeur des actifs gérés par les fonds d'arbitrage (c'est-à-dire l'argent déposé auprès de ces fonds par des investisseurs) varient entre 1 200 milliards USD et 1 600 milliards USD. En 2006, cela représentait environ 1 à 1.4 % de la capitalisation boursière mondiale (Reserve Bank of Australia, 2006)¹¹. Ce montant est également modeste si on le compare à celui des capitaux gérés par les fonds de placement, qui ressort à 18 000 milliards USD. Cette estimation ne prend toutefois pas en compte le niveau de l'endettement des fonds d'arbitrage, qui leur sert à accroître leurs actifs financiers, mais il semble que le contrôle plus strict exercé par les contreparties ainsi que la disponibilité de liquidités au plan mondial se traduise par une diminution du recours à des fonds empruntés par rapport à leur niveau de la fin des années 90¹².

21. Au niveau international, le secteur des fonds d'arbitrage est dominé par des gérants/associés installés aux États-Unis, au Royaume-Uni et, dans une moindre mesure, en France. Les fonds eux-mêmes sont souvent extraterritoriaux, basés par exemple à Jersey ou aux Îles Caïmans, pour des raisons fiscales. Les fonds d'arbitrage américains représentent quelque 60 % du total des actifs gérés par de tels fonds dans le monde. À la fin de juin 2006, les actifs gérés par l'ensemble des fonds européens représentaient quelque 400 milliards USD (FSA, 2006). Contrairement à une croyance très répandue, la plupart des fonds d'arbitrage sont de taille relativement modeste et les grands gérants ou fonds constitués en sociétés de personnes ne sont que peu nombreux¹³. Par exemple, en Europe, les 25 premiers gérants représentent 180 milliards USD, soit 44% du total des actifs européens gérés (FSA, 2006).

¹⁰ McCarthy (2006).

¹¹ Reserve Bank of Australia (2006). La capitalisation boursière comprend les actions, les emprunts souverains et les obligations émises par des entreprises et les fonds d'arbitrage interviennent sur tous ces marchés.

¹² McCarthy, *op cit*, estime pour 2005 le niveau moyen du levier d'endettement (positions acheteuses divisées par les fonds propres nets) entre 2¼ et 2½. Le fonds Long Term Capital Management, dont les pratiques et la faillite sont à l'origine de bon nombre d'idées circulant sur les fonds d'arbitrage, fonctionnait avec un levier moyen de 25 mais qui, juste avant son effondrement, dépassait les 50.

¹³ Une étude montre qu'en 2003, 38 % des fonds d'arbitrage géraient des actifs inférieurs à 25 millions USD. Seuls 6 % des fonds géraient des montants atteignant 500 millions USD ou plus (Autorité des marchés financiers des Pays-Bas, 2005).

Emergence des structures de placement alternatives

22. Bien que les fonds d'arbitrage soient d'une taille modeste par rapport aux marchés boursiers mondiaux, ils jouent un rôle important du point de vue de la liquidité des marchés et ils connaissent un développement rapide. Généralement, ce sont des opérateurs actifs, ce qui fait souvent d'eux de gros acheteurs ou de gros vendeurs de titres sur de nombreux marchés, qu'il s'agisse des marchés d'actions, de matières premières, de produits dérivés ou encore de marchés des changes. À la bourse de New York et à la bourse de Londres, entre un tiers et la moitié des transactions seraient attribuables aux fonds d'arbitrage (FSA, 2005). L'augmentation des actifs gérés dans le monde a été particulièrement rapide depuis à peu près 2004. La FSA britannique a ainsi indiqué qu'en 2006, la croissance avait été de l'ordre de 40 à 50 % sur le marché européen (McCarthy, 2006).

23. Les investisseurs institutionnels sont la première source de capitaux en Amérique du Nord, en Europe, au Japon et en Australie. Selon la Reserve Bank of Australia, la part de l'investissement institutionnel dans les fonds d'arbitrage est passée entre 2001 et 2005 de 18 % à 28 % en Amérique du Nord, de 18 % à 35 % en Europe et de 30 % à 58 % au Japon. Par ailleurs, la part moyenne allouée aux fonds d'arbitrage dans la répartition des portefeuilles de certaines catégories d'investisseurs comme les fonds de pension a également progressé fortement, passant de moins de 3 % à quelque 6 à 8 %.

24. Dans l'optique du présent rapport, il faut se demander quelle est la part de cette croissance rapide qui est attribuable à des fonds d'arbitrage susceptibles d'intervenir sur un mode activiste dans des sociétés cotées et, par là-même, d'affecter les pratiques de gouvernement d'entreprise. Seuls des ordres de grandeur généraux peuvent être donnés, dans la mesure où les fonds d'arbitrage sont capables de transférer leurs ressources très rapidement pour autant qu'ils n'outrepassent pas les mandats qu'ils ont signifié à leurs investisseurs. S'il apparaît que la stratégie activiste est un succès, alors d'autres fonds dans le monde pourraient bien l'adopter par imitation, même s'ils ne possèdent eux-mêmes les compétences correspondantes. De plus, le fait que des sociétés de services de conseil aux actionnaires telles que ISS aient largement accès aux recommandations en matière de gouvernement d'entreprise pourrait bien faciliter un tel changement de stratégie. Les campagnes menées par des fonds d'arbitrage activistes très connus ou par d'autres investisseurs institutionnels activistes peuvent également attirer certains fonds d'arbitrage.

25. JP Morgan estime que seuls 5 % des actifs des fonds d'arbitrage, soit environ 50 milliards USD, peuvent donner lieu à de l'activisme actionnarial¹⁴. Cela étant, un « investisseur à la recherche de création de valeur » adoptant une stratégie activiste peut aussi adopter une « stratégie d'exploitation des événements ». Les stratégies d'exploitation des événements, bien que n'étant encore le fait que d'un petit nombre de fonds, sont néanmoins l'une des stratégies qui a connu le développement le plus rapide en 2006 et on estime qu'elle représenterait environ 20 % des actifs de fonds d'arbitrage dans le monde (soit 200 milliards USD).

¹⁴ J.P. Morgan, *Global Mergers and Acquisitions Review*, cité par Kahan et Rock, 2006 *op cit*, page 18.

3.2 Capital-investissement

26. Le capital-investissement a atteint le niveau record de 404 milliards USD en 2006, les fonds consacrés à des rachats constituant environ la moitié des fonds investis¹⁵. La tendance reste en outre très nettement orientée à la hausse. Une source indique qu'au cours du premier semestre de 2006, 267 fonds de rachats et fonds mezzanine ont réussi à lever 82.8 milliards USD d'engagements nouveaux, si bien qu'au second semestre, le rythme s'est accéléré et les montants concernés ont atteint quelque 120 milliards USD. Cette tendance a été confirmée par les 50 milliards USD d'engagements enregistrés dans les premières semaines de 2007. En 2005, les fonds de rachat américains ont réussi à lever un volume record de 173.5 milliards USD, ce qui, en juin 2006, portait à 811.2 milliards USD le total du capital-investissement géré par 1 546 sociétés¹⁶. Selon une autre source, il existe environ 3 000 fonds de capital-investissement de par le monde qui gèrent 1 500 milliards USD (Grant Thornton, 2006).

27. La mobilisation de capital-investissement est appelée « engagements », parce que tous les fonds ne sont pas mis immédiatement à la disposition de la structure de capital-investissement. En fait, les fonds sont appelés au fur et à mesure que les projets visés par le mandat de la structure de capital-investissement se concrétisent. De ce fait, les montants engagés par des structures de capital-investissement exercent une certaine « pression » sur le marché des rachats, même si elle ne se fait pas immédiatement ressentir. En 2002, un dixième des capitaux engagés de la sorte avaient été « appelés » ou mis à disposition par les investisseurs et utilisés dans un délai d'un an. Pour les fonds levés en 2005, la fraction correspondante a été de près de 30 %. Le stock de capitaux engagés mais non encore appelés est passé à 280 milliards USD en 2006. Compte tenu du rythme actuel des opérations de rachat, le niveau des engagements libres a reculé pour passer de l'équivalent de 36 mois d'activité en 2005 à 28 mois d'activité en 2006. Malgré des levées de fonds importantes au début de 2007, plusieurs transactions très importantes auraient dû réduire le stock si les fonds engagés à ce titre avaient été utilisés (McKinsey & Company, 2006).

28. Bien que les sommes concernées soient impressionnantes, l'échelle globale des transactions est relativement modeste et s'établit entre 1 et 1.5 % du PIB (voir le graphique 1). Le stock des placements effectués par des structures de capital-investissement exprimé en pourcentage du PIB, qui s'établit à un peu moins de 4 % aux États-Unis, 1 ½ % en Europe et un peu moins de 2 %¹⁷ au Royaume-Uni, est lui aussi relativement faible, dans la mesure où les sorties sont également importantes chaque année. Cela étant, il n'est pas toujours facile de savoir si l'endettement a été pris en compte dans ces chiffres, si bien que le ratio capital-investissement/PIB pourrait en fait être proche du double des chiffres annoncés ci-dessus.

¹⁵ Estimations de Private Equity Intelligence citée dans le *Financial Times*, 22 janvier 2007.

¹⁶ Estimations de Buyout Magazine citées par Grant Thornton, (2006).

¹⁷ SAVC cité dans *The Economist*, 20 janvier 2007.

Emergence des structures de placement alternatives

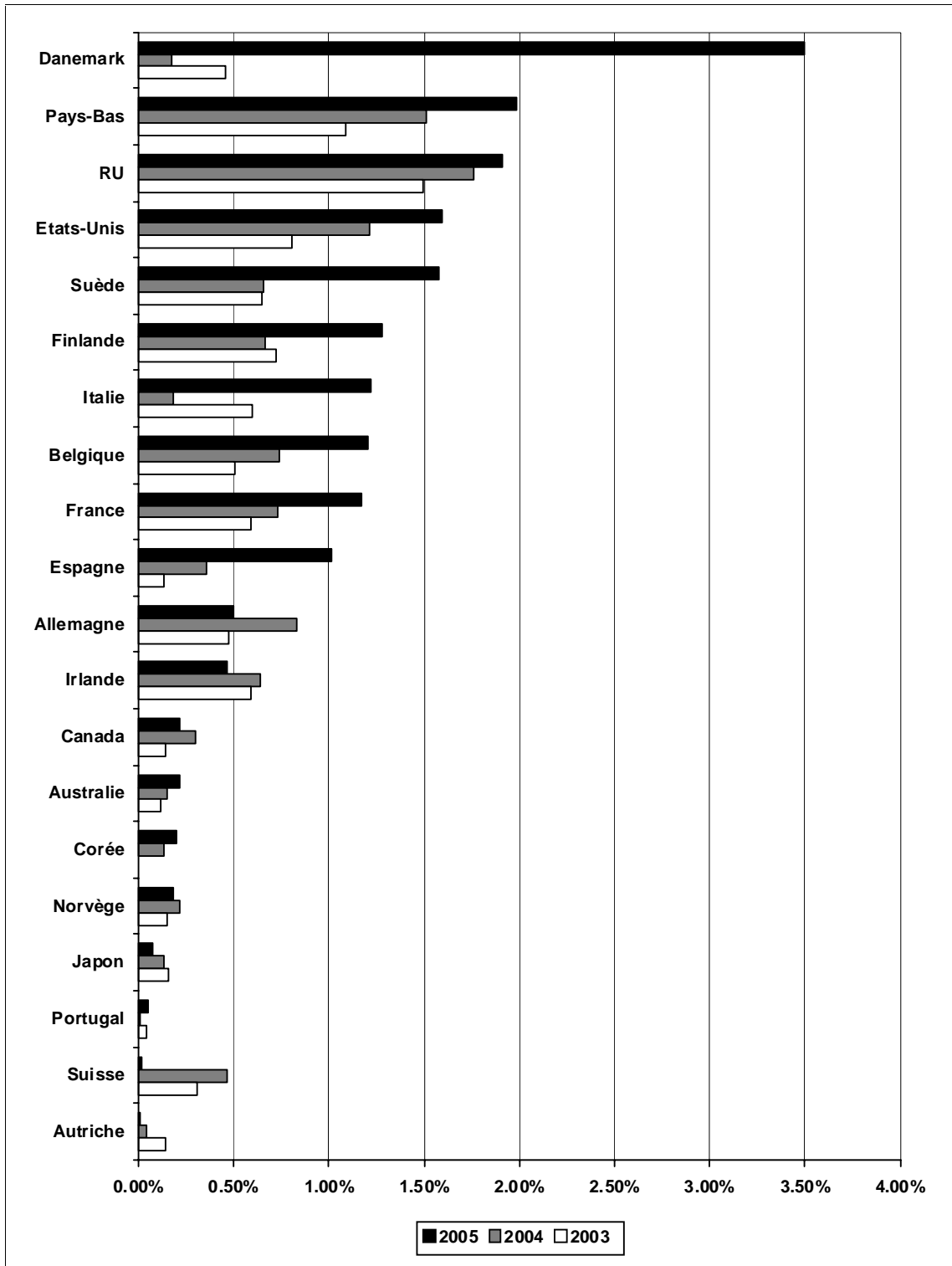
29. En ce qui concerne les rachats suivis d'un retrait de la cote qui sont l'objet du présent rapport, on observe une tendance très marquée à l'apparition de transactions d'un volume encore inégalé, comme le montre la forte hausse enregistrée aussi bien dans le nombre que dans la valeur des transactions effectuées aux États-Unis depuis 2004 (voir le graphique 2). En 2006, on a ainsi assisté à un rachat d'une valeur de 32 milliards USD, supérieure au record de 30 milliards USD enregistré avec le rachat de RJR Nabisco en 1989¹⁸. Ce record a été lui-même battu au début de 2007 par une opération évaluée à 39 milliards USD (Office Properties) et on pourrait encore faire mieux si une proposition de reprise d'une société américaine de production et de distribution d'électricité (TXU) se concrétise. Le volume et la taille des transactions effectuées ont également connu une envolée au Royaume-Uni, sur le continent européen et au Japon ; il faut dire que ce dernier partait d'un niveau très faible (voir les graphiques 4, 5 et 6). Cette évolution vers des opérations importantes signifie également que des effectifs considérables sont concernés par de telles transactions. Plusieurs de ces rachats portaient sur des entreprises employant entre 20 000 et 40 000 personnes (TDC et VNU) et la plus grosse opération de 2006 concernait une entreprise comptant 190 000 salariés.

30. Bien que les opérations de rachat suivies d'un retrait de la cote soient importantes, elles ne représentent toujours qu'une proportion modeste de l'ensemble des activités de capital-investissement. Au Royaume-Uni, ces opérations n'entrent qu'à hauteur de 30 % dans la valeur totale des opérations de rachat, et seulement de 10 % en Europe. Aux États-Unis, en 2006, un certain nombre de transactions d'envergure ont permis à ce pourcentage d'atteindre quelque 60 % de la valeur du total des opérations de reprise financées par recours à l'emprunt, contre 16 % en 2002. Le nombre de salariés travaillant dans des entreprises ayant fait l'objet d'un rachat est considérable. Selon une estimation, dans toute l'Europe, le nombre des salariés concernés par des opérations de rachat effectuées serait passé de 450 000 en 2003 à 850 000 en 2005 (voir l'annexe I).

31. Cela étant, si les opérations de rachat suivi d'un retrait de la cote semblent se multiplier, elles ne représentent encore qu'une proportion minime (bien que croissante) du total des opérations de fusion-acquisition. Ces dernières restent dominées par les rachats effectués par des entreprises. Les opérations de fusion-acquisition ont battu un nouveau record en 2006 pour s'établir à 4 000 milliards USD (record qui pourrait être à nouveau battu en 2007), les rachats par du capital-investissement ne représentant que 20 % environ de ce total. Cette proportion est toutefois beaucoup plus élevée qu'au moment du dernier pic d'activité des fusions-acquisitions observé en 2000, où elle était alors proche de 10 % (Dobbs, 2007). Un grand nombre des inquiétudes suscitées dans le public par les rachats d'entreprises suivis d'un retrait de la cote (cessions d'actifs, restructuration et réductions d'effectifs) valent également pour les opérations de fusion-acquisition plus généralement.

¹⁸ Mesurée en prix constant, l'opération RJR resterait toutefois très supérieure aux transactions récentes. Le rachat de HealthCare est souvent décrit comme une opération de capital-investissement, mais il s'agit d'un cas-limite qui s'apparente davantage à une fusion-acquisition classique. Dans cette opération, c'est en effet une société sud-africaine de services de santé cotée en bourse qui a racheté 51 % des actions assorties de droits de vote, les 49 % restants étant acquis par un consortium de fonds de capital-investissement.

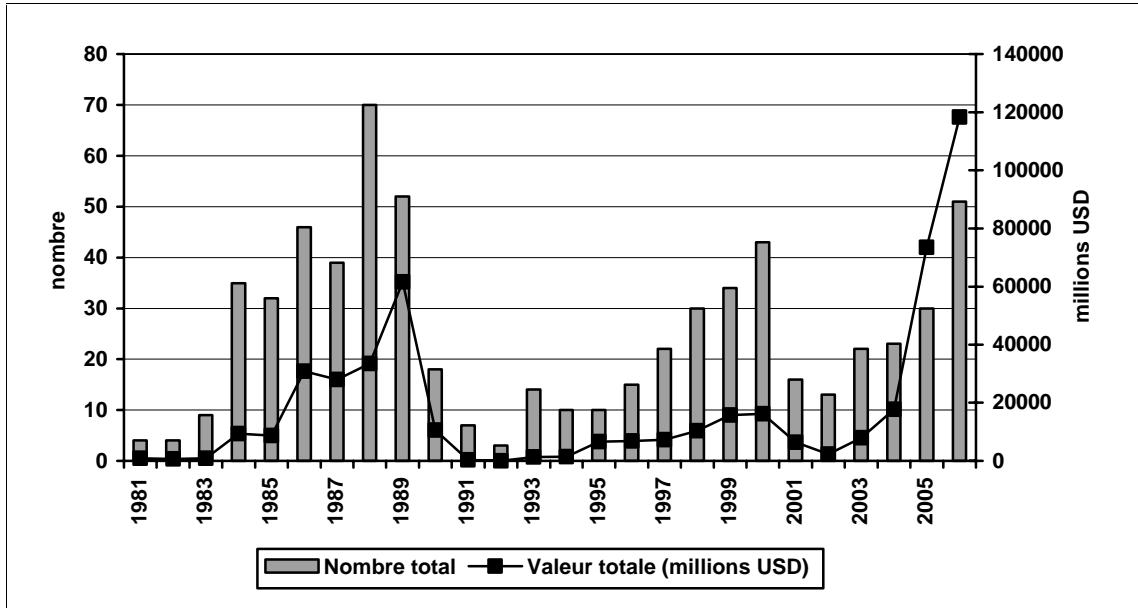
Figure 1. Les rachats exprimés en pourcentage du PIB restent à un niveau modeste



Source : CMBOR/Barclays Private Equity/Deloitte/OCDE/Thomson Financial

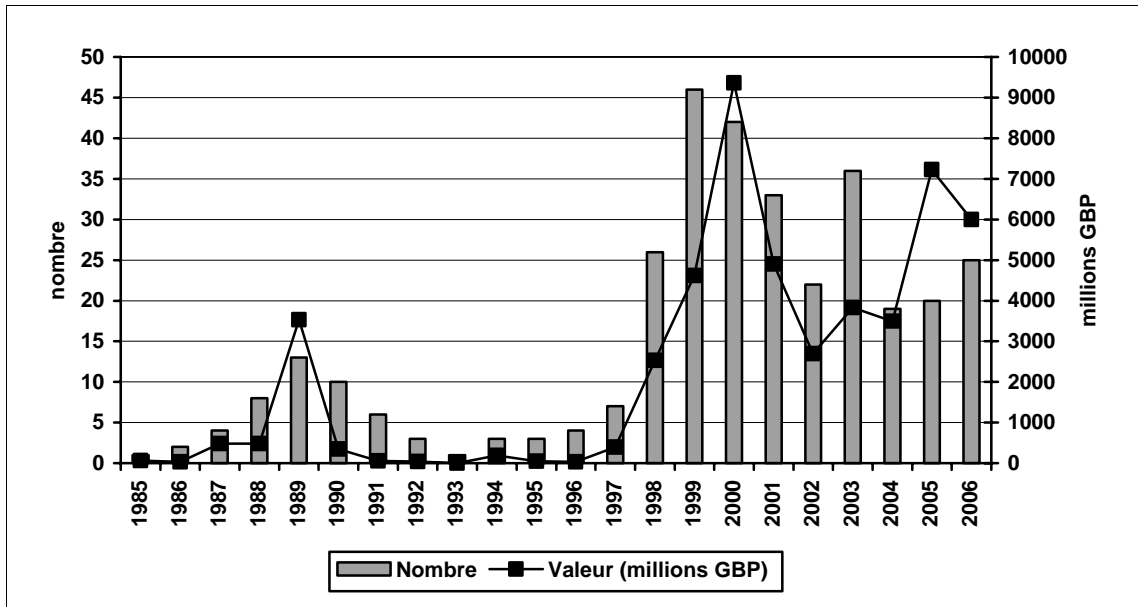
Emergence des structures de placement alternatives

Figure 2. Aux États-Unis, les rachats d'entreprises suivis d'un retrait de la cote voient leur taille augmenter



Source : Thomson Financial

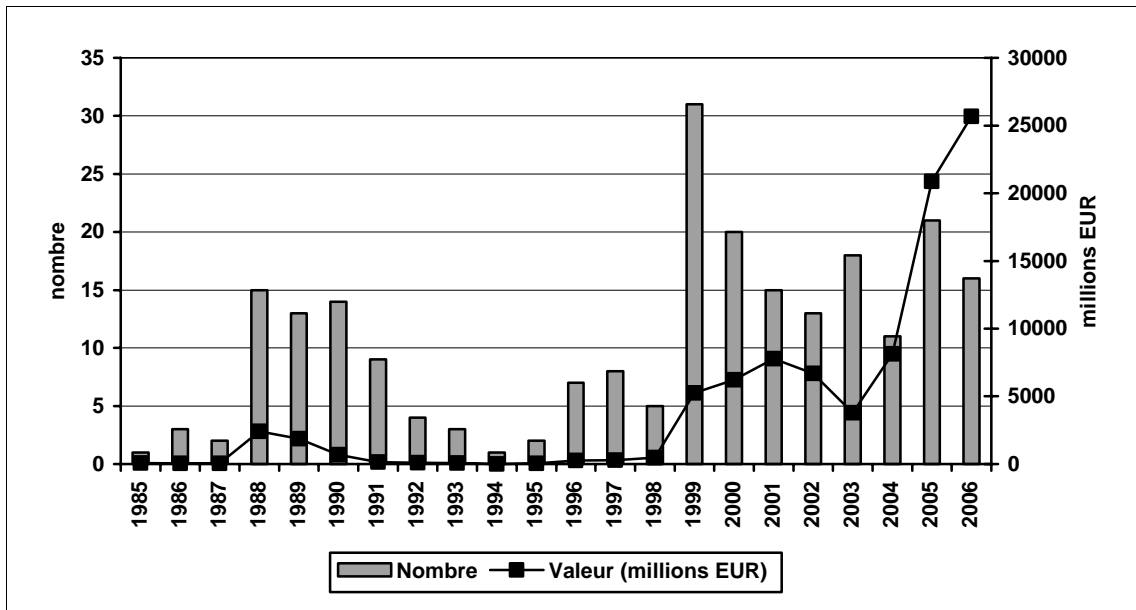
Figure 3. Au Royaume-Uni, les rachats d'entreprises suivis d'un retrait de la cote restent importants



Source : CMBOR/Barclays Private Equity/Deloitte

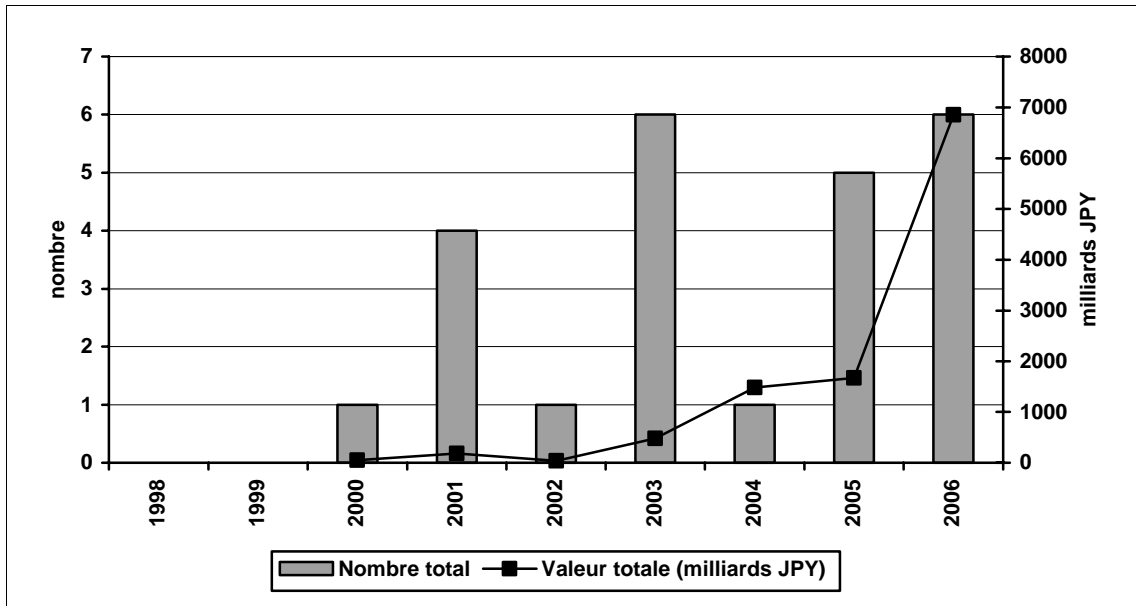
Emergence des structures de placement alternatives

Figure 4. Sur le continent européen, les rachats d'entreprises suivis d'un retrait de la cote sont dominées par un petit nombre d'opérations de grande envergure



Source : CMBOR/Barclays Private Equity/Deloitte

Figure 5. Au Japon, les rachats d'entreprises suivis d'un retrait de la cote restent limités



Source : Japan Buyout Research Institute

4 Déterminants macroéconomiques du développement récent du capital-investissement et des fonds d'arbitrage

32. Bien que le présent rapport soit principalement consacré au gouvernement d'entreprise, il est néanmoins important de se replacer dans le contexte financier plus global. L'expansion rapide, ces dernières années, du capital-investissement aussi bien que des fonds d'arbitrage est un phénomène universel et, en tant que tel, il s'inscrit dans un contexte international. L'explosion des liquidités mondiales depuis la fin des années 90 est due à la fois à la mise en œuvre d'une politique monétaire accommodante partout dans le monde ainsi qu'à l'innovation financière et à l'importance de l'épargne préexistante¹⁹. Parallèlement, le vieillissement de la population dans de nombreux pays a conduit de grands groupes d'investisseurs, notamment les fonds de pension et les caisses de retraite, à rechercher les moyens d'adapter leurs placements à leurs engagements, de couvrir leurs placements en actions et en obligations et d'accroître leurs rendements de façon à coller au plus près à leurs hypothèses actuarielles.

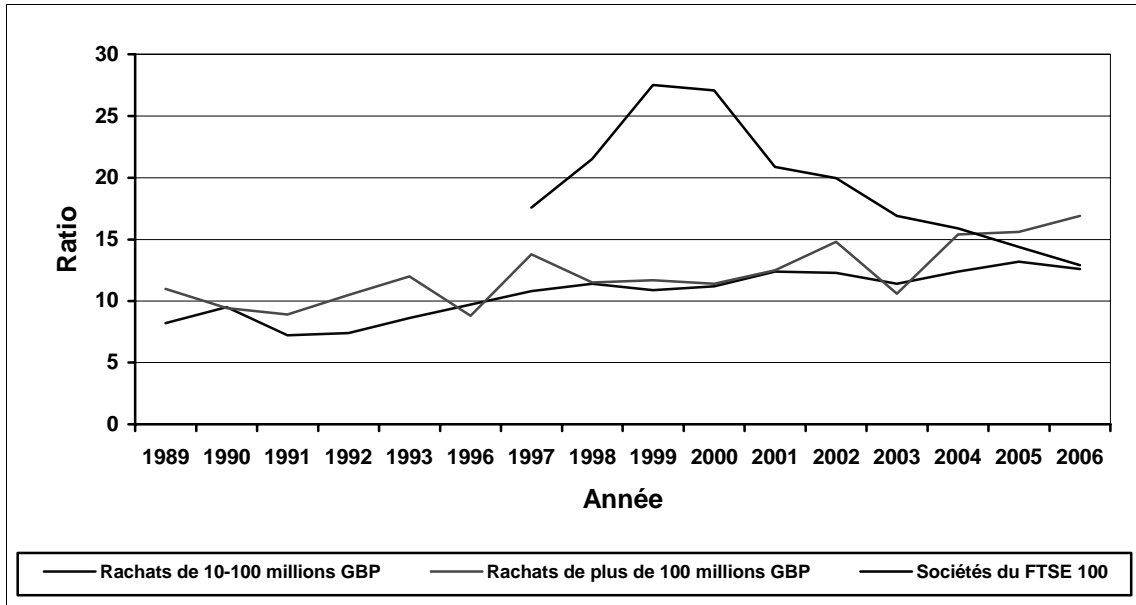
33. La recherche de diversification a pu être satisfaite, entre autres choses, grâce aux investisseurs institutionnels alternatifs et à leurs stratégies²⁰. On peut considérer que cette évolution est la conséquence d'un gonflement de la demande des investisseurs ayant une stratégie axée sur le gouvernement d'entreprise. Cette évolution a elle-même forcé les investisseurs institutionnels plus traditionnels à adopter bon nombre de ces stratégies, aboutissant à une certaine convergence dans les techniques de gestion des fonds. Du fait de cette forte demande, le marché des placements à des prix raisonnables est devenu beaucoup plus concurrentiel, avec des masses d'argent plus importantes visant les mêmes sociétés-cibles. En conséquence, les coefficients utilisés pour déterminer les prix (par exemple le prix d'achat exprimé par rapport au résultat d'exploitation) ont augmenté très rapidement au cours des dernières années (voir les graphiques 6 et 7), tandis que le coefficient de capitalisation des résultats du FTSE 100 connaissait une évolution inverse. Le ratio « endettement net/excédent brut d'exploitation » a aujourd'hui atteint 7.7 pour les grosses opérations de capital-investissement au Royaume-Uni, contre 1.7 pour les sociétés du FTSE 250 (KPMG, 2007).

¹⁹ Pour un approfondissement des questions relatives aux forces mondiales qui sont le moteur des marchés de capitaux mondiaux et de l'explosion du capital-investissement et des fonds d'arbitrage, voir Blundell-Wignall (2007).

²⁰ Une étude a montré que la croissance des placements en capital-investissement en Amérique du Nord était le fait des fonds de pension cotés qui ont fait passer leurs affectations d'une moyenne de 6.1 % en 2001 à 7.8 % en 2005, tandis que les fonds de retraite d'entreprise ramenaient les leurs de 7.1 % à 6.4 % et les fonds de dotations de 14.4 % à 9.5 % (McKinsey and Company, 2006).

Figure 6. Au Royaume-Uni, les prix des rachats ont fortement augmenté

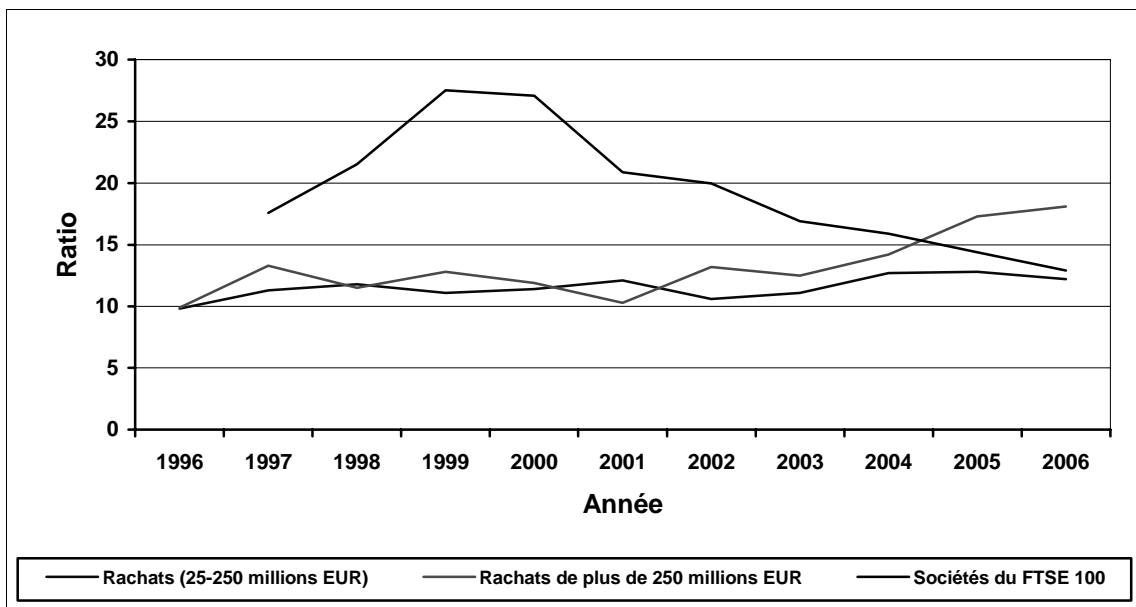
(ratios de résultat d'exploitation)*



Source : CMBOR/Barclays Private Equity/Deloitte/Datastream

Figure 7. Les prix des rachats se sont également envolés sur le continent européen

(ratios de résultat d'exploitation) *



Source : CMBOR/Barclays Private Equity/Deloitte/Datastream

Emergence des structures de placement alternatives

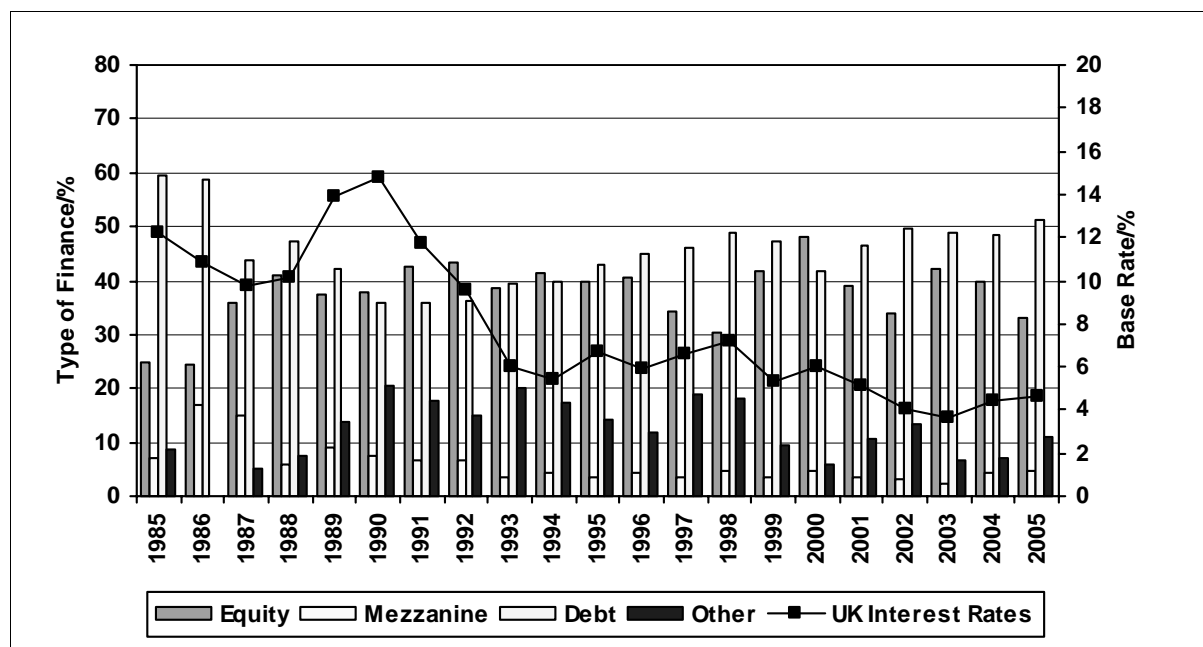
* Les données du FTSE100 sont exprimées sous forme de coefficient de capitalisation des résultats = total de la valeur de marché des entreprises/somme des bénéfices nets

34. Dans le même temps, un grand nombre de sociétés cotées en bourse dans les pays de l'OCDE ont accumulé de la trésorerie, en partie du fait d'investissements inférieurs à la normale à ce stade du cycle économique, et elles ont réduit leur endettement : « l'offre » de sociétés susceptibles d'être la cible d'une stratégie axée sur le gouvernement d'entreprise s'est donc accrue²¹. Parallèlement, les rendements des obligations sont restés relativement modestes : Citigroup estime qu'en conséquence, le rendement des obligations émises par des entreprises au Royaume-Uni est inférieur au rendement des flux de trésorerie disponibles par action, et ceci est également vrai aux Etats-Unis (Blundell-Wignall, 2007, voir le graphique 9). Partant, il est logique que des structures de capital-investissement ou d'autres investisseurs formulent des offres de rachat de sociétés en espèces et que ces sociétés émettent des obligations et rachètent leurs propres actions. Les primes de risque étant à des niveaux inhabituellement bas, même les sociétés à risque ont pu émettre facilement des obligations. En revanche, malgré le niveau élevé des introductions en bourse en provenance de marchés émergents sur la place de Londres, le volume des actions émises sur le LSE a diminué de 3 % en 2006. La faiblesse des taux d'intérêt a également favorisé le recours aux fonds empruntés dans les opérations de rachat suivies d'un retrait de la cote, même si la composante « capitaux propres » se maintient aux alentours de 30 % (voir le graphique 9). Cela étant, le niveau de la composante « capitaux propres » doit être interprété avec prudence dans la mesure où cette composante aussi a en grande partie été en quelque sorte « empruntée » auprès des investisseurs par les fonds de capital-investissement, il est vrai sur dix ans et même si la relation est relativement étroite entre les gérants des fonds et les investisseurs. Comme expliqué par ailleurs, il semble également qu'il y ait eu un glissement dans le type des entreprises qui sont la cible des structures de capital-investissement et des fonds d'arbitrage, qui privilégient désormais les titres sous-évalués dotés d'une forte trésorerie.

²¹ Les niveaux de liquidités détenues par les valeurs industrielles du S&P 500 (exprimés en pourcentage de leur valeur de marché) ont fortement augmenté pour atteindre environ 8 % en 2006, contre 2 % en 1999 (Standard & Poors).

Figure 8. Les taux d'intérêt restant modérés, le recours aux fonds empruntés s'est accru

(Structures moyennes des rachats et taux d'intérêt au Royaume-Uni)



Source : CMBOR/Barclays Private Equity/Deloitte

Légende du graphique : verticalement à gauche : type de financement en % ; verticalement à droite : taux de base en % ; horizontalement de gauche à droite : actions, mezzanine, endettement, autres, taux d'intérêt au Royaume-Uni

35. La recherche de rendements plus élevés, combinée à la faiblesse des taux d'intérêt, fait que l'horizon temporel de certains investisseurs s'est éloigné, et non rapproché comme on le croit souvent. Pour le capital-investissement, le délai imparti aux transactions (c'est-à-dire entre le rachat et la cession d'une entreprise) est passé d'environ deux ans en 2001 à semble-t-il cinq ans en 2006. De plus en plus, des fonds d'arbitrage qui, traditionnellement, offraient à leurs investisseurs un accès relativement aisé à des liquidités, leur demandent maintenant de s'engager pour des périodes pouvant aller jusqu'à trois ans avant de rentrer totalement dans leurs fonds. En outre, grâce à cette flexibilité supplémentaire offerte par les engagements à long terme des investisseurs des fonds d'arbitrage, ces derniers ont de plus en plus tendance à prendre des positions longues ou à acquérir des actifs non liquides, par exemple des créances sinistrées ou encore des actions ou obligations d'entreprises non cotées. L'horizon d'investissement des structures de capital-investissement est lui aussi en train de changer. Par exemple, on note un intérêt plus marqué pour l'acquisition d'infrastructures (achat d'entreprises déjà privatisées ou en cours de privatisation) à un horizon de 25 à 30 ans.

Emergence des structures de placement alternatives

36. Pour résumer, le volume des liquidités dans l'économie mondiale, conjugué à l'atonie de la demande d'investissement et à l'importance de l'épargne constituée, a pesé sur les taux d'intérêt et poussé les investisseurs à rechercher des rendements plus élevés. Cela a permis aux structures de placement alternatives proposant une stratégie de création de valeur axée sur le gouvernement d'entreprise de connaître une expansion rapide, stimulée par de puissants mécanismes d'incitation (voir ci-après). Cependant, des conditions macroéconomiques aussi favorables risquent de ne pas durer, si bien qu'il serait dangereux d'extrapoler à partir des tendances récentes pour prévoir l'évolution à long terme des investissements alternatifs.

5 Structure, financement et activités des structures de placement alternatives

5.1 Les fonds d'arbitrage : structure propre à la mise en œuvre d'une stratégie activiste

37. Les fonds d'arbitrage activistes tirent leur stratégie d'abondantes publications sur le gouvernement d'entreprise qui établissent un lien entre (a) la qualité du gouvernement d'entreprise pour l'évaluation d'une société et (b) le modèle classique des fonds d'arbitrage qui met l'accent sur des rentabilités absolues (supérieures aux taux de rendement des actifs sans risque) et sur la prise de risques calculés. Cela a amené les investisseurs activistes à adapter plus généralement le modèle des fonds d'arbitrage. Premièrement, les fonds d'arbitrage lèvent des capitaux auprès d'un petit nombre d'investisseurs et gèrent les engagements de liquidités vis-à-vis de leurs investisseurs, ce qui leur donne une souplesse qui leur permet d'investir dans des sociétés sur une période suffisamment longue pour que leur engagement dans les entreprises concernées puisse être générateur de valeur. Lorsque cela est possible, la constitution en société de personnes à responsabilité limitée offre un cadre souple à la relation entre les gestionnaires du fonds et leurs investisseurs (voir plus loin la partie consacrée au capital-investissement). Les fonds sont souvent installés dans un centre extraterritorial fiscalement efficient. Deuxièmement, pour que la stratégie activiste fonctionne, les fonds d'arbitrage doivent acquérir une part significative des droits de vote dans les sociétés-cibles (voir la partie III). Troisièmement, les fonds s'endettent pour pouvoir plus aisément prendre des participations suffisamment importantes dans le capital des sociétés et accroître ainsi la rentabilité des capitaux propres. Enfin, quatrièmement, les fonds d'arbitrage ont élaboré des mécanismes d'incitation pour aider les dirigeants à mettre en œuvre leur stratégie. Ce dernier aspect du système sera examiné dans le présent chapitre.

38. On sait peu de choses sur les mécanismes d'incitation des fonds activistes, mais on peut raisonnablement supposer qu'elle ressemble à celle d'autres fonds d'arbitrage. Généralement, le gestionnaire d'un fonds d'arbitrage (c'est-à-dire l'associé-gérant) perçoit une rémunération consistant en une commission fixe de l'ordre de 2 % des fonds gérés, à laquelle s'ajoute une commission liée aux performances d'environ 20 % des rendements obtenus au-delà d'un niveau de référence prédéterminé, par exemple le rendement des valeurs sans risque. Souvent, on fixe un seuil d'application des commissions de performance : le gérant ne perçoit les commissions que si la valeur du fonds est supérieure au seuil précédent ; en revanche, il n'y a pas de clause de restitution des commissions en cas de perte ultérieure²². Les mécanismes de rémunération des fonds comprennent bien d'autres dispositifs complexes, par exemple l'existence de dépenses ouvrant droit à des déductions. Les fonds de fonds prélèvent eux aussi ces deux types de commissions selon un barème fixé généralement au niveau international à 1 % et 10 % respectivement. Ce qui est très important, c'est que les fonds d'arbitrage lient généralement leur

²² En d'autres termes, si un fonds fait des pertes, celles-ci doivent être effacées avant qu'il puisse percevoir une commission de performance (seuil d'application des commissions de performance). Cependant, si un fonds fait des bénéfices et perçoit une commission de performance, celle-ci ne devra pas être restituée en cas de pertes ultérieures (pas de clause de restitution).

Emergence des structures de placement alternatives

rémunération à des performances trimestrielles, ce qui oblige à des évaluations périodiques, et peut se révéler très difficile lorsqu'on est en présence de produits complexes. Pour les fonds activistes, l'évaluation n'est pas vraiment un problème, car ils opèrent sur des valeurs mobilières qui ont une valeur de marché, même si la coexistence d'un seuil d'application des commissions de performance et d'une clause de non-restitution peuvent parfois tout de même favoriser des effets ponctuels.

39. Ces mécanismes d'incitation peuvent favoriser la prise de risques extrêmes, les gérants des fonds d'arbitrage profitant des possibilités d'appréciation des titres, sans encourir de risque de dépréciation. C'est pourquoi il semble que les investisseurs exigent maintenant que les associés/gérants prennent eux aussi une participation dans les fonds de façon à supporter eux aussi les risques de dépréciation (c'est-à-dire qu'ils soient impliqués personnellement). Par ailleurs, les études montrent que les effets de réputation conditionnent fortement les comportements et contribuent à ce que les investisseurs souscrivent aux appels de fonds supplémentaires, un facteur important lorsque l'on sait que le fonds d'arbitrage aura aussi des emprunts à renouveler. Pour qu'une stratégie activiste réussisse, il est important de conserver la confiance des investisseurs car les participations prises dans les sociétés par les fonds activistes sont significatives et quelquefois de longue durée. Par exemple, une étude évoque une participation médiane dans des entreprises dont la réussite n'est pas assurée de l'ordre de 15 millions USD, mais qui augmente parfois par la suite pour atteindre 100 millions USD (Brav *et al*, 2006).

40. En résumé, si les fonds activistes peuvent se fixer un horizon de placement pouvant aller jusqu'à 3 ans avec une période d'engagement de non-cession identique pour les investisseurs, leur structure de rémunération repose fondamentalement sur des rentabilités court terme, bien qu'avec quelques aménagements visant à éviter toute tendance à gonfler temporairement les rendements. Tant que les mécanismes effectifs d'incitation ne seront pas mieux connus, il sera difficile de savoir s'il est possible d'appliquer ici les leçons tirées du débat sur les options, au cours duquel on a considéré que les mécanismes de rémunération avaient poussé certaines sociétés à prendre un certain nombre de mesures pour manipuler leurs résultats trimestriels. Le niveau très élevé des commissions de performance (20 %) peut aussi être mis en regard des pratiques des fonds de placement traditionnels où la commission de performance implicite est plutôt de l'ordre de 2 à 3 % et ne constitue pas vraiment une incitation directe à l'activisme (voir l'encadré 2).

Encadré 2. Commissions de performance implicites des investisseurs traditionnels

Aux États-Unis, du fait de la réglementation en vigueur, il est difficile aux fonds communs de placement de demander des commissions de performance, si bien que 97 % des fonds représentant 92 % de tous les actifs gérés par de telles structures prélèvent une commission calculée selon un pourcentage fixe des actifs confiés à leur gestion. Ces commissions basées sur les actifs ne constituent pas une incitation directe forte à se lancer dans une stratégie activiste coûteuse.

En 2004, un fonds commun spécialisé en actions médian facturait à ses investisseurs une commission totale équivalant à 1.45 % de ses actifs, dont environ la moitié au titre de commissions de gestion. Ainsi, lorsque le gérant d'un fonds commun d'une valeur de 1 milliard USD réalisait un profit de 100 millions USD (soit une rentabilité de 10 %), le total des commissions annuelles augmentait de 1.45 million USD et les commissions de gestion de 750 000 USD.

Pour donner une idée de la manière dont une société de gestion de fonds peut bénéficier d'une hausse des profits, Kahan et Rock (2006) sont partis de l'hypothèse suivante : sur l'augmentation totale des commissions annuelles de 1.45 millions USD, les gains revenant aux gérants du fonds représentent un montant de 1 million USD et les investisseurs laissent tout profit éventuel dans le fonds pendant trois ans avant de les en retirer (comme c'est le cas dans de nombreux fonds d'arbitrage activistes). Si l'on applique un taux d'actualisation de 5 %, on voit que les 100 millions USD de profits du fonds généreront 2.85 millions USD de gains supplémentaires pour la société de gestion du fonds, ce qui équivaut à une commission de performance implicite modeste de 2.85%. Bien que le calcul des commissions de performances réelles soit plus compliqué, la différence avec les 20 % couramment observés pour les fonds d'arbitrage activistes est frappante, en particulier lorsqu'on sait que ces derniers bénéficient en plus d'un effet de levier.

Source : Kahan et Rock (2006).

5.2 *Capital-investissement : un autre modèle de gouvernement d'entreprise*

41. Au fur et à mesure que les transactions de capital-investissement gagnaient en importance, elles ont suscité la controverse. Par exemple, certains observateurs soutiennent que les fonds de capital-investissement font simplement de l'ingénierie financière, par exemple en tirant profit des avantages fiscaux attachés à l'endettement, et que les sociétés cotées en bourse pourraient appliquer les mêmes stratégies et aboutir aux mêmes résultats. Cependant, il existe aussi de nombreuses publications montrant que si les incitations fiscales sont certes importantes, les fonds de capital-investissement ont mis au point un modèle original de gouvernement d'entreprise pour les sociétés cotées qu'ils rachètent. Le présent chapitre passe en revue les études consacrées à ce modèle, et la mise en œuvre de la stratégie correspondante sera examinée au chapitre suivant. On examinera au chapitre V si la stratégie de gouvernement d'entreprise des structures de capital-investissement est économiquement viable et représente un défi sérieux pour les sociétés cotées, ou bien s'il s'agit uniquement d'arbitrages financiers. Une mise en garde pour commencer : la plupart des études mentionnées se réfèrent aux grands fonds de capital-investissement, et souvent à ceux situés dans le quartile supérieur. Il est vrai que c'est là que s'expriment le plus les sensibilités politiques. Les structures de capital-investissement appartenant au quartile inférieur varient dans leur organisation et dans leurs performances, mais ils ciblent aussi des sociétés différentes de celles qui intéressent les grands fonds.

Emergence des structures de placement alternatives

5.2.1 *Forme et mécanismes d'incitation*

42. Bien que plusieurs sociétés de capital-investissement aient été introduites en bourse, elles sont le plus souvent, comme les fonds d'arbitrage, constituées en sociétés de personnes. Au Royaume-Uni, une personne qui investit dans une société de capital-investissement en devient commanditaire et joue officiellement un rôle passif dans la société. Tous les commanditaires sont traités sur un pied d'égalité. En plus, on trouve généralement un associé-gérant dont la responsabilité va au-delà de ses apports, souvent une société de capitaux créée par la firme/société de capital-investissement. Généralement, un associé commanditaire supplémentaire est constitué pour abriter « l'intéressement des financiers » (voir ci-dessous) pour le compte des cadres de la société de capital-investissement. L'associé-gérant nomme la firme/société de capital-investissement comme gérant/opérateur du fonds (entité qui fait l'objet d'une réglementation au Royaume-Uni et dans certains autres pays). Cet environnement juridique est adapté au petit nombre d'investisseurs institutionnels qui composent traditionnellement les associés commanditaires du fonds puisque les souscriptions minimales sont élevées (par exemple entre 0.5 et 1 million GBP). Cela permet de garantir que les investisseurs sont des professionnels/spécialistes et d'éviter les petites opérations d'investissement direct avec toutes leurs conséquences en termes de réglementation.

43. La fiscalité constitue également une considération importante (voir l'encadré 3) lorsqu'il s'agit de monter une opération de capital-investissement. Deux éléments doivent être pris en compte. Le premier est l'impôt sur les bénéfices acquitté par la société-cible et l'existence éventuelle de limites à la déductibilité fiscale. Le second concerne l'imposition des associés dans la société de capital-investissement dont les revenus sont normalement conçus comme des plus-values. Le problème se pose également pour les investisseurs (on trouvera dans le chapitre V plusieurs estimations de ses conséquences globales). Au Japon, le développement du capital-investissement est entravé par le traitement fiscal des sociétés de personnes à responsabilité limitée, qui sont taxées comme des personnes morales. Au Royaume-Uni en revanche, elles n'ont pas de personnalité juridique. En Europe, la fiscalité et les aspects juridiques ont été progressivement libéralisés pour encourager le capital-risque, et il semble impossible de ne pas étendre les incitations au capital-investissement dans son ensemble²³. En France par exemple, les fonds de pension et les sociétés d'assurance peuvent investir librement dans le capital-investissement, les commissions de gestion sont exonérées de TVA et des allègements fiscaux encouragent l'investissement dans les sociétés que l'État juge très innovantes.

²³ Pour un examen détaillé des questions juridiques et fiscales et des réformes en la matière, voir European Private Equity and Venture Capital Association (2006).

Encadré 3. Capital-investissement et fiscalité

Les allègements fiscaux sur les frais financiers constituent un volet significatif de la quasi-totalité des systèmes d'imposition du monde, mais la législation applicable à l'imposition des structures de capital-investissement varie d'un pays à l'autre et peut, selon les cas, encourager ou dissuader les opérations de capital-investissement. Des dispositions anti-évasion ont été adoptées au Royaume-Uni, en Espagne, en France, en Allemagne, aux Pays-Bas, aux États-Unis et au Japon pour déterminer la recevabilité des déductions fiscales, par exemple le taux d'intérêt maximal pour lequel une déduction fiscale peut être obtenue. (Devereux *et al.* 2006).

Au Royaume-Uni, le *Finance Bill* de 2005 a étendu les règles existantes en matière de prix de transfert aux opérations de capital-investissement, interdisant ainsi certaines déductions fiscales. Il a également repoussé le délai de remboursement des allègements au titre d'intérêts d'emprunts. Ces deux évolutions ont été considérées comme négatives par les professionnels du capital-investissement.

Depuis un certain temps, la situation fiscale est jugée défavorable en Allemagne. Par exemple, le régime fiscal impose très lourdement les placements dans certains types de fonds étrangers. À l'échéance de l'an 2000, de nombreux gérants de capital-investissement avaient retiré leurs fonds d'Allemagne et étaient partis constituer des fonds à Jersey, au Luxembourg ou en Suisse où la fiscalité est plus prévisible et mieux connue. Le nouveau gouvernement de coalition allemand est en train de réformer la législation grâce à une loi sur le capital-investissement. Les réformes fiscales annoncées pour 2008 auront peut-être pour effet d'aligner l'Allemagne sur les États-Unis en ce qui concerne la réglementation de lutte contre l'évasion fiscale.

Le Canada de son côté a introduit en octobre 2006 un Plan d'équité fiscale qui supprime les avantages fiscaux qui étaient accordés aux fiducies de revenu cotées en bourse et aux sociétés de personnes, mais dont ne bénéficiaient pas les sociétés canadiennes classiques cotées. Cette mesure risque d'avoir des conséquences sur le secteur du capital-investissement aux États-Unis et au Canada, car de nombreuses firmes cèdent leurs sociétés de portefeuille sur le marché canadien des fiducies de revenu cotées. Cela pourrait contraindre les firmes de capital-investissement à se tourner vers d'autres stratégies de sortie.

Source: Centre for Management Buyout Research, Devereux (2006)

44. On entend souvent dire que les mécanismes d'incitation propres au capital-investissement sont, comme dans les fonds d'arbitrage, fondés sur une commission de gestion de l'ordre de 2 % assortie d'un intéressement à hauteur de 20 % des plus-values, au lieu de 20 % de la valeur ajoutée. Une telle structure peut faire courir des risques aux investisseurs, car elle incite les associés-gérants à utiliser rapidement les capitaux (c'est-à-dire à appeler les engagements) de façon à pouvoir percevoir la commission de gestion. Or, des incitations à utiliser rapidement le capital risquent d'aboutir à des placements sous-optimaux²⁴.

45. Une étude réalisée par la FSA montre que les mécanismes d'incitation sont en réalité souvent beaucoup plus complexes, ce qui laisse entendre que les investisseurs (les commanditaires) ont étudié la question (voir l'encadré 4). Les commissions de gestion sont calculées sur les engagements. Ce qui importe en conséquence, c'est que le fonds soit entièrement souscrit et fermé de façon à réduire les incitations à procéder à des investissements rapides qui risqueraient en outre de nuire à la réputation du fonds. Cela étant, le versement d'une commission de réussite (commission de transaction dans l'encadré 4) signifie qu'en fonction de l'opération, les associés risquent de devoir supporter une charge initiale de quelque 3 % au début de la vie d'un placement. Les commissions de performance ne sont versées qu'une fois le

²⁴ Voir par exemple Plender (2007).

Emergence des structures de placement alternatives

placement revendu, ce qui peut inciter le gérant non seulement à opérer une sortie aussi rapide que possible, mais également à mettre tout particulièrement l'accent sur le développement de l'entreprise et la réduction de son endettement avant de la céder. Il faut signaler ici que les associés d'une firme de capital-investissement engagent généralement eux aussi un montant significatif de capitaux leur appartenant en propre, si bien que leurs intérêts se rapprochent de ceux de leurs investisseurs. A l'heure où nous écrivons, le Secrétariat n'a trouvé aucune analyse détaillée comparable pour les États-Unis.

Encadré 4. Le capital-investissement s'accompagne de mécanismes d'incitation puissants

La structure des commissions dans les fonds de capital-investissement se compose de différents éléments dont on trouvera ci-dessous une liste non exhaustive :

Une part prioritaire des profits versée à l'associé-gérant, qui l'utilise ensuite pour payer à la société de capital-investissement une commission de gestion/de conseil. Ces paiements sont généralement fixés entre 1 et 2 % du capital engagé au cours de la période d'investissement initiale (environ cinq ans). Le taux retombe ensuite à un niveau plus faible, par exemple 1 %, du total du capital non appelé auquel s'ajoute le coût d'acquisition des placements encore détenus (c'est-à-dire qu'il ne s'agit pas du capital déjà récupéré par les investisseurs). Les commissions sont généralement payables dès le début de l'existence du fonds. Pour éviter une multiplication des fonds individuels à la seule fin d'augmenter les commissions de gestion, celles-ci peuvent être réduites davantage, voire supprimées si un fonds plus récent mais concurrent est constitué.

Les commissions de transaction peuvent aller jusqu'à 0.5 à 1% de la valeur des opérations. Ces commissions constituent une commission de réussite versée au titre de l'identification et de la réalisation d'une transaction. Elles sont généralement créditées au bénéfice du fonds ou réparties entre le fonds et l'associé-gérant selon des modalités prédéfinies. Les commissions en cas d'échec (c'est-à-dire les commissions destinées à couvrir les dépenses engagées dans des opérations qui finalement n'aboutissent pas) sont généralement facturées au fonds. Cela étant, ce point peut faire l'objet d'une négociation entre les associés commanditaires et les associés-gérants, les commanditaires cherchant de plus en plus à ce que les coûts engagés pour des opérations qui échouent soient imputées sur les commissions de transaction.

Des commissions de suivi peuvent être facturées lorsqu'il s'agit de surveiller que le processus de transformation d'une société acquise par le fonds se déroule conformément au plan. Elles sont le plus souvent modestes.

L'intéressement des financiers, qui équivaut à une commission de performance, est généralement fixé à 20 % des plus-values. Il n'est généralement pas versé tant que les commanditaires n'ont pas récupéré l'intégralité de leur capital et qu'un seuil prédéterminé de rentabilité de l'investissement initial n'a pas été atteint). Ce mécanisme est conçu pour intéresser le gérant du fonds, mais il a pour effet de repousser le moment auquel un fonds devient rentable du point de vue du gérant ce qui, toutes choses étant égales par ailleurs, l'incite à vendre au moment le plus opportun.

Source : FSA (2006).

46. Comme c'est le cas pour les fonds d'arbitrage, une autre composante essentielle du mécanisme d'incitation concerne la nécessité, pour les firmes de capital-investissement, de se forger et de conserver une bonne réputation. En effet, un fonds de capital-investissement fait appel à des investisseurs relativement peu nombreux pour ses engagements, et ceux-ci sont souvent sollicités à des intervalles rapprochés pour prendre de nouveaux engagements. Il est donc probable qu'un mode de fonctionnement ou de rémunération qui se fonde sur ces engagements, par exemple un scénario reposant sur des placements ou des sorties rapides, effectués dans des conditions discutables dans le seul but de percevoir des commissions de performance, aboutira rapidement à réduire les apports de capitaux frais. La nécessité d'établir et de préserver leur réputation amène également les gérants de fonds à refuser des offres d'engagements nouveaux. On pense également sur le marché que la réputation a aussi des conséquences

Emergence des structures de placement alternatives

importantes lorsqu'il s'agit de traiter avec des entreprises retirées de la cote qui sont en difficulté ; on reviendra sur cette question dans le chapitre IV²⁵.

III. Le Comportement des Fonds d'Arbitrage Activistes et leur Impact sur le Gouvernement d'Entreprise

47. Ce chapitre du rapport décrit les stratégies classiques utilisées par les fonds d'arbitrage activistes pour essayer d'influencer le gouvernement d'entreprise des sociétés cotées dans lesquelles ils investissent afin d'accroître la valeur de leurs investissements. Bien que cet examen s'appuie sur un certain nombre d'études et autres publications, l'échantillon global n'est pas universel. La plupart des exemples s'attachent à des sociétés et fonds d'arbitrage activistes établis aux États-Unis ou au Royaume-Uni parce que ce sont celles et ceux qui ont servi de point de départ aux études existantes.

1 Les objectifs de gouvernement d'entreprise et les investissements des fonds d'arbitrage activistes

48. Les gérants de fonds d'arbitrage activistes diront vraisemblablement qu'ils poursuivent le même objectif général que de nombreux autres actionnaires actifs, à savoir persuader les sociétés cotées de prendre des mesures permettant d'accroître leur valeur à court et à long terme. Un tel objectif est naturellement conforme aux objectifs sous-tendant les Principes.

49. Aux fins de l'analyse, cet objectif global peut être subdivisé de la façon suivante :

- Influencer les décisions des administrateurs et dirigeants sur la structure du capital de la société et l'utilisation qu'elle fait de ce capital (par exemple, en encourageant une modification du ratio de l'endettement aux fonds propres, en demandant un versement de dividendes exceptionnel ou une augmentation des dividendes réguliers, ou en plaidant pour de nouvelles émissions d'actions ou de titres d'emprunt, ou encore en s'y opposant).
- Influencer les stratégies opérationnelles de la société (par exemple, en l'appelant à se défaire d'entreprises ne relevant pas de son cœur de métier, en recommandant des méthodes de réduction des frais ou bien en s'opposant à des projets d'acquisitions d'actifs ou d'entreprises).
- Intervenir sur le marché du contrôle des sociétés (par exemple, en appelant une entreprise à se mettre elle-même sur le marché, en soutenant un projet de rachat, en faisant campagne en faveur d'une augmentation de la prime aux actionnaires de la société cible (lorsque le fonds y détient une participation) ou en s'opposant à un rachat ou une fusion (lorsque le fonds détient une participation dans l'acquéreur et pense que la proposition de transaction surévalue la cible).
- Demander des modifications des structures ou processus de gouvernement de l'entreprise (par exemple, en désignant des candidats ou en soutenant la désignation et l'élection d'autres administrateurs que ceux que propose la direction, en déposant des amendements au règlement intérieur de la société pour permettre aux actionnaires de désigner directement des candidats à

²⁵ Par exemple, Sevin Rosen, un important fonds de capital-risque, a levé 200 millions USD en 2006, mais il a rendu l'argent aux investisseurs en indiquant qu'il ne pouvait pas l'investir de manière productive car il existait déjà « trop d'opérations financées jusque dans le moindre recoin du marché. » Le fonds a également invoqué les médiocres conditions de sortie pour les investisseurs espérant faire un profit à l'occasion d'une introduction en bourse. Voir Knowledge Wharton (2007).

Emergence des structures de placement alternatives

l'élection au conseil d'administration, en réclamant la séparation des fonctions de président et de directeur général, en demandant que l'entreprise remplace une règle de vote à la majorité simple par un vote à la majorité absolue pour l'élection des administrateurs, en s'opposant à un régime de protection des actionnaires, en demandant le remplacement de cadres dirigeants ou en s'opposant aux pratiques de rémunération des dirigeants et des administrateurs).

50. Parfois, les fonds se fixent d'autres objectifs de gouvernement d'entreprise, mais les quatre sous-catégories indiquées précédemment sont les plus couramment évoquées. Trois de ces quatre sous-catégories, à savoir (1) chercher à influencer les décisions relatives au capital ; (2) chercher à influencer les stratégies opérationnelles et (3) chercher à influencer les structures de gouvernement d'entreprise, se retrouvent dans l'étude de cas portant sur Wendy's International Inc. (Wendy's), présentée plus loin dans l'encadré 5.

51. Certains observateurs affirment que les objectifs des fonds d'arbitrage activistes diffèrent à plusieurs égards importants de ceux des investisseurs institutionnels traditionnels (mais actifs). Pour Kahan et Rock (2006) par exemple, on peut noter les différences suivantes :

- Les fonds d'arbitrage activistes s'attachent généralement à persuader les dirigeants et les administrateurs des sociétés de modifier des aspects spécifiques de leurs activités d'exploitation et de leurs stratégies (par exemple, vendre des actifs ne relevant pas du cœur de métier, racheter des actions, verser des dividendes exceptionnels, mettre en vente la société).
- En revanche, les investisseurs institutionnels traditionnels cherchent à obtenir des modifications des structures et politiques de gouvernement d'entreprise des sociétés (comme la séparation des fonctions de directeur général et de président).
- Les investisseurs institutionnels traditionnels tendent à identifier un problème particulier et à faire apporter une modification relativement mineure des politiques et structures de gouvernement d'entreprise dans toute une série d'entreprises (souvent dans le cadre d'une campagne coordonnée avec d'autres investisseurs institutionnels).
- En revanche, les fonds d'arbitrage activistes ont tendance à rechercher de grands changements dans un petit nombre d'entreprises.

52. Bien que ces distinctions soient utiles, il ne faut pas oublier que ces affirmations sont des généralisations et sont peut-être un peu dépassées, car le comportement des deux groupes d'investisseurs évolue sans cesse. Par exemple, certains investisseurs institutionnels traditionnels recherchent désormais manifestement des changements de grande ampleur du type de ceux que proposent les fonds d'arbitrage activistes. De même, certains fonds d'arbitrage se sont efforcés d'obtenir des changements de politique ou de structure de certaines sociétés en matière de gouvernement d'entreprise.

Encadré 5. Interventions dans la société Wendy's

Dans le cadre de démarches distinctes et non simultanées engagées à la mi-2005, deux groupes de fonds d'arbitrage ont cherché à persuader le conseil d'administration et la direction de Wendy's de prendre une série d'initiatives opérationnelles et de procéder à des rachats d'actions. Par la suite, l'un des deux fonds a demandé à être représenté au conseil et a obtenu satisfaction à cet égard.

Interventions de Pershing Square Capital Management (Pershing Square)

Au printemps 2005, Pershing Square commence à accumuler des titres assortis d'un droit de vote de Wendy's. Le 26 avril, Il fait publiquement état d'une participation représentant 9.3 % des actions assortis d'un droit de vote dans le cadre de la déclaration « Schedule 13D » (la « Déclaration 13D ») destinée à la Securities and Exchange Commission (SEC) des États-Unis. Dans cette déclaration, il indique que « les Personnes déclarantes » concernées par la Déclaration 13D ont acquis les titres parce qu'elles estimaient que le cours des actions assorties d'un droit de vote était inférieur à la valeur intrinsèque par action de Wendy's. Il indique aussi que les Personnes déclarantes ont l'intention de rencontrer des représentants de Wendy's pour examiner une ou plusieurs propositions concernant des modifications éventuelles du capital, des activités ou de la stratégie de la société, en vue d'en améliorer la valeur pour l'actionnaire. Pershing Square révèle dans une Déclaration 13D modifiée établie le 9 juin 2005 qu'il a sollicité The Blackstone Group (Blackstone), groupe de capital-investissement, pour lui apporter des services de conseils financiers en lien avec l'étude de stratégies alternatives ainsi que de la mise au point et de la réalisation d'autres transactions susceptibles d'accroître la valeur pour l'actionnaire.

Dans un nouveau formulaire modifié soumis le 12 juillet 2005, Pershing Square déclare avoir envoyé une lettre au directeur général de Wendy's le 11 juillet. Dans cette lettre, William Ackman de Pershing Square indiquait qu'ils avaient tenté à de nombreuses reprises d'organiser des réunions avec la direction de l'entreprise et ses représentants, mais que ces demandes avaient été rejetées. La lettre décrivait en outre une proposition (la Proposition de Pershing) en vue d'améliorer la valeur de Wendy's dans une annexe jointe à la Déclaration 13D modifiée. Pershing Square recommandait que Wendy's recentre et restructure ses activités :

- en se séparant de Tim Hortons, chaîne canadienne de restaurants haut de gamme, pour en faire une société cotée indépendante ;
- en remettant en franchise une part importante des restaurants exploités par Wendy's ;
- en rachetant des actions de Wendy's à l'aide du produit de la remise en franchise des restaurants ;
- et en s'abstenant de rechercher de quelconques acquisitions importantes (comme le projet d'acquisition de certaines entreprises de restauration rapide du groupe Allied Domecq) tant que les trois mesures précédentes n'auraient pas été appliquées.

Dans la deuxième quinzaine de juillet, Wendy's annonce une série d'initiatives stratégiques, notamment : (a) la vente de 15-18 % du capital de Tim Hortons dans le cadre d'une introduction en bourse devant être réalisée début 2006 ; (b) un rééquilibrage entre magasins exploités par Wendys et magasins franchisés aux États-Unis en vue de ramener la part des magasins exploités par Wendy's de 22 % à 15-18 % dans un délai de deux à trois ans ; (c) la fermeture de 40-60 restaurants peu performants de Wendy's aux États-Unis ; (d) l'intention de vendre quelque 217 sites actuellement confiés à des franchisés ; (e) la réduction des dépenses d'équipement annuelles en freinant le rythme de création de nouveaux magasins et en se recentrant sur l'amélioration de l'économie du parc de restaurants ; (f) l'autorisation (au niveau du conseil d'administration) du rachat supplémentaire de 1 milliard USD d'actions ; (g) l'augmentation de 25 % du taux de dividende annuel ; et (h) le remboursement de 100 millions USD de dettes venant à échéance en décembre 2005 (au lieu de refinancer ces dettes comme prévu initialement).

Interventions de Trian Fund Management (Trian) et de Sandell Asset Management (Sandell)

Ces initiatives ne satisfont cependant pas Trian et Sandell, qui rendent publique une proposition stratégique conjointe pour Wendy's en décembre 2005. La première Déclaration 13D établie le 13 décembre 2005 par Trian/Sandell révèle que l'un de leurs représentants a tenté à plusieurs reprises de contacter John Schuessler, le PDG de Wendy's. La déclaration indique aussi qu'après plusieurs messages laissés à l'intention de M. Schuessler, John Barker, Senior Vice President chargé des relations avec les investisseurs et des communications financières, a pris contact avec Trian/Sandell. La Déclaration 13D précise que Trian/Sandell ont indiqué à M. Barker avoir acquis une participation importante dans Wendy's juste en dessous du seuil de Déclaration 13D de 5 %, qu'ils venaient « de façon pacifique » et qu'ils souhaitaient rencontrer M. Schuessler à une date et en un lieu qui lui conviendrait pour examiner leur projet de « création de valeur ». Ils ont aussi informé M. Barker que si leur plan était examiné et adopté, ils « maintiendraient sans doute leur participation en dessous de 5 % » (et n'établiraient pas de Déclaration 13D) car leur intention n'était pas d'engager une bataille par voie de presse ». Ils indiquent dans leur Déclaration 13D que M. Barker les a informés le 6 décembre que M. Schuessler était actuellement trop occupé à « gérer la marque » pour les rencontrer. Une semaine plus tard, après avoir porté leur participation au-delà du seuil de 5 %, Trian et Sandell établissent leur Déclaration 13D commune en y joignant une proposition détaillée donnant leur recette pour réussir à créer de la valeur (« *A Recipe for Successful Value Creation* »).

Tout en admettant que les initiatives stratégiques précédemment annoncées par Wendy's vont « dans le bon sens », Trian et Sandell estiment dans leur Déclaration 13D que le plan d'action de la direction ne va pas assez loin dans le sens de la maximisation de la valeur pour l'actionnaire. Ils recommandent donc, entre autres, à Wendy's :

- de procéder immédiatement à une réduction des coûts de l'entreprise et de travailler avec des représentants de Trian et Sandell ayant une expérience du secteur pertinent afin de réduire les frais généraux et administratifs au niveau des magasins et de l'entreprise ;
- de réexaminer sa proposition de vendre 4-7 % des magasins appartenant à la société, car Trian et Sandell craignent que les prix de vente ne présentent une décote significative par rapport à la valeur intrinsèque des magasins ;
- de cesser immédiatement de fonctionner en tant que société holding et d'annoncer une scission immédiate à 100 % de Tim Hortons ;
- de vendre ses marques secondaires (par exemple Baja Fresh, Café Express et Pasta Pomodoro) et de recentrer les efforts de la direction sur l'amélioration des résultats opérationnels de l'activité du cœur de métier de Wendy's (la chaîne Old Fashioned Hamburgers) ; enfin,
- d'utiliser les liquidités nettes dégagées des ventes d'actifs recommandées et d'autres initiatives pour racheter une part plus importante des actions de Wendy's.

Apparemment mécontents de la réponse de la direction de Wendy's à leurs propositions et de l'état d'avancement des changements, au printemps 2006 Trian et Sandell prennent une nouvelle initiative en indiquant leur intention de contester les candidats désignés par la direction pour l'élection lors de l'assemblée annuelle. Début mars cependant, Wendy's conclut un accord avec Trian et Sandell prévoyant, entre autres, que Wendy's doit: (a) élargir son conseil d'administration à 15 membres et nommer trois personnalités choisies par Trian et Sandell pour occuper les nouveaux postes ; (b) désigner comme candidat à sa réélection le représentant de Trian/Sandell dont le mandat arrive à expiration lors de l'Assemblée générale de 2006 ; (c) désigner comme candidat à sa réélection le représentant de Trian/Sandell dont le mandat arrivera à expiration lors de l'Assemblée générale de 2007 ; (d) nommer un représentant de Trian/Sandell au Comité des rémunérations et un autre au Comité des nomination et du gouvernement d'entreprise ; enfin (e) offrir à l'un des trois autres représentants la possibilité de siéger dans d'autres comités du conseil d'administration. Trian et Sandell acceptent alors de voter en faveur des candidats de Wendy's lors de l'Assemblée générale de 2006, acceptent un *statu quo* (en ce qui concerne la nouvelle acquisition d'actions) et prennent un certain nombre d'autres engagements qui deviendront tous caducs si Wendy's ne remplit pas certains de ses propres engagements, par exemple, en ce qui concerne les nominations du conseil ou si elle ne réalise pas la scission de Tim Hortons avant décembre 2006.

Source : Wolosky (2007) ; documents remis à la SEC par Pershing Square et Trian/Sandell ; documents remis à la SEC par Pershing Square et Trian/Sandell ; documents remis à la SEC par Wendy's. Les documents remis à la SEC reflètent les vues de leurs auteurs, non celles de la SEC.

2 Le choix des sociétés dans lesquelles intervenir

53. La première démarche des gérants de fonds d'arbitrage activistes consiste à identifier les entreprises (les « sociétés-cibles ») qui présentent une forte valeur potentielle justifiant une intervention. Parfois, un ou plusieurs des fonds d'un même gérant vont déjà détenir une participation dans l'entreprise concernée, par exemple dans le cadre de la diversification de leur portefeuille de base. Dans d'autres cas, le gérant repérera une société susceptible de justifier une intervention avant d'y prendre une participation. (On reviendra sur l'acquisition de participations dans la partie 3 de ce chapitre.)

54. Diverses publications se sont efforcées de déterminer les facteurs qui semblent susciter l'intervention des fonds d'arbitrage activistes²⁶. Les facteurs fréquemment mentionnés sont les suivants :

- Taille de la société : Un certain nombre d'auteurs indiquent que, jusqu'à une période récente au moins, ce sont des sociétés cotées relativement petites qui étaient retenues pour une intervention plutôt que des grandes entreprises²⁷. De façon générale, plus la société est petite (en termes de capitalisation boursière), moins le fonds d'arbitrage doit y investir pour accumuler suffisamment d'actions assorties d'un droit de vote et apparaître ainsi comme une menace crédible et donc être capable d'influencer le conseil d'administration et la direction de l'entreprise. De plus, le coût de

²⁶ Voir notamment Bratton (2007), De Rose et Houlihan Lokey (2007), Kahan et Rock (2006) et Kislin (2007).

²⁷ Voir notamment Bratton (2007). Dans son échantillon de 114 cas comportant une intervention de fonds d'arbitrage, il constate que 61 % des sociétés-cibles présentaient de petites capitalisations boursières (définies comme des capitalisations de moins de 1 milliard USD), 26 % présentant des capitalisations moyennes (de 1 milliard à 5 milliards USD) et 13 % affichant des grosses capitalisations (plus de 5 milliards USD). L'échantillon de Bratton comprenait des sociétés américaines qui ont été citées dans la presse économique entre le 1^{er} janvier 2002 et le 30 juin 2006 pour avoir été la cible d'un fonds d'arbitrage activiste.

Emergence des structures de placement alternatives

mise en œuvre de certaines stratégies (par exemple, la sollicitation de mandats en vue d'un vote dissident) est dans une certaine mesure corrélée avec l'ampleur de l'actionnariat de la société. Cela étant, certains observateurs pensent que les grandes entreprises sont de plus en plus la cible de stratégies d'intervention, car les fonds d'arbitrage accroissent la valeur de leurs actifs sous gestion et disposent donc de suffisamment de capitaux pour investir des sommes importantes dans des sociétés de plus grande taille. Comme on le verra plus en détail dans la partie 3, les fonds d'arbitrage peuvent aussi emprunter des actions, recourir à des instruments dérivés et couvrir leurs achats pour bénéficier d'un effet de levier sur leurs investissements. Ces stratégies d'investissement à moindre coût leur permettent d'acquérir une participation convenable dans une société présentant une capitalisation boursière importante²⁸.

- Sociétés à trésorerie abondante : Certaines études indiquent que les entreprises retenues pour une intervention de la part de fonds d'arbitrage activistes tendent à disposer d'une trésorerie plus abondante que leurs homologues. En effet, ces fonds cherchent souvent à dégager immédiatement de la valeur en poussant les sociétés à utiliser leurs excédents de liquidité pour racheter des actions ou accroître le montant des dividendes en espèces.
- Ratios d'endettement : Certaines études indiquent que les entreprises ciblées par les fonds d'arbitrage activistes enregistrent souvent de faibles ratios d'endettement. Cela permet à ces entreprises de racheter leurs actions ou de faciliter des rachats sur fonds empruntés par des structures de capital-investissement ou d'autres acquéreurs.
- Performance boursière : Le rendement boursier à long terme des sociétés-cibles est souvent à la traîne par rapport à leurs homologues du même secteur. Ce facteur donne à penser qu'il est possible d'accroître la valeur de l'entreprise en modifiant ses stratégies d'exploitation, la structure de son capital ou d'autres éléments. Le fait d'afficher de bons rendements boursiers n'exclut cependant pas une intervention de fonds d'arbitrage, car il peut y avoir bien d'autres facteurs qui rendent l'entreprise intéressante pour des investisseurs privilégiant l'optimisation de la valeur.
- Décalages apparents entre valeur d'actif et valeur de marché : les entreprises de certains secteurs, comme le commerce de détail, l'hôtellerie et l'accueil et l'exploration et la production d'énergie sont souvent retenues pour une intervention en raison du sentiment que les actifs sous-jacents de l'entreprise présentent une valeur intrinsèque supérieure à ce qui ressort du cours de bourse de son action. Les conglomérats attirent souvent les fonds d'arbitrage activistes au motif que le cours de l'action de tels groupes peut présenter une « décote de diversification » de pas moins de 15 % par rapport à la valeur agrégée des actifs qui composent le conglomérat²⁹.
- Faiblesses de la gestion ou du gouvernement d'entreprise : les entreprises qui présentent certaines faiblesses de leurs structures ou pratiques de gestion ou de gouvernement d'entreprise ou qui ont

²⁸ Par exemple, Bratton (2007) constate que le pourcentage des actions que détient un fonds dans une société donnée présente une corrélation négative (-0.21) avec la capitalisation boursière de l'entreprise. Il précise cependant (page 15) que : « Le plus impressionnant dans cette statistique, c'est cependant moins le résultat négatif que sa faible ampleur. En d'autres termes, dans les 39 % de cas impliquant des grosses ou moyennes capitalisations, les fonds d'arbitrage n'ont pas pleinement compensé l'importance des chiffres de capitalisation en réduisant la proportion de leurs achats d'actions en circulation. Ils ont au contraire investi des sommes sensiblement plus importantes ».

²⁹ Bratton (2007) pp. 19-20.

Emergence des structures de placement alternatives

récemment connu des crises ou des problèmes semblent un peu plus susceptibles de retenir l'attention des fonds d'arbitrage activistes, à condition que ces faiblesses aillent de pair avec d'autres indicateurs laissant entrevoir des possibilités de réalisation d'un accroissement de valeur à long terme. Autrement dit, pour les fonds d'arbitrage activistes, l'existence de procédures et de structures médiocres en matière de gestion et de gouvernement d'entreprise sont des motifs intéressants, mais non suffisants de retenir une société pour y intervenir. Ces facteurs sont intéressants parce qu'ils peuvent être invoqués par les fonds d'arbitrage activistes pour amener d'autres investisseurs à soutenir leur campagne et parce que les améliorations apportées aux structures et procédures de gouvernement d'entreprise facilitent souvent la réalisation de meilleures performances opérationnelles et accroît la confiance des investisseurs dans l'entreprise, ce qui se traduira sans doute par de meilleures performances boursières.

- Primes excessives dans des projets d'acquisition : l'annonce par une entreprise d'une proposition d'acquisition (par exemple d'une société ou d'un volume important d'actifs) peut attirer des fonds d'arbitrage activistes. Si des intervenants sur le marché concluent que la société propose de payer trop cher l'autre entreprise ou les autres actifs, le cours de bourse de l'acquéreur potentiel risque de baisser, ce qui attire les investisseurs activistes qui considèrent désormais que le titre de l'acquéreur est sous-évalué³⁰.

3 Stratégies

55. Pour atteindre leurs objectifs, les fonds d'arbitrage activistes emploient diverses stratégies, parfois de façon séquentielle, parfois de façon parallèle. Parmi les fonds d'arbitrage, on observe souvent dans certains pays comme aux États-Unis une escalade de l'activité, avec le passage d'entretiens « en privé » à des campagnes publiques et de stratégies collaboratives à des stratégies plus orientées sur la confrontation (comme les batailles pour réunir des mandats de vote). (Actuellement, on ne dispose pas de suffisamment de données pour déterminer si ce schéma se retrouve dans d'autres juridictions.) Ces stratégies semblent pour une bonne part influencées par le contexte réglementaire. On trouvera plus loin une description de quelques-unes de ces stratégies.

3.1 *Constitution d'une participation en vue d'intervenir dans les votes et la vie économique de la société retenue*

3.1.1 *Motifs de constitution d'une participation*

56. Comme on l'a vu plus haut, un fonds d'arbitrage ou un groupe de fonds d'arbitrage peut déjà détenir une petite participation dans la société (par exemple, dans le cadre de la diversification de son portefeuille) avant de décider d'intervenir plus activement dans les affaires d'une entreprise. Toutefois, la décision d'un gérant de fonds d'arbitrage d'intervenir dans une entreprise est souvent associée à une décision de renforcer les intérêts du fonds sous forme d'actions à droits de vote de la société concernée.

57. Plusieurs raisons peuvent expliquer pourquoi le gérant d'un fonds d'arbitrage activiste peut vouloir acquérir une participation avant d'appliquer d'autres stratégies comme une prise de contact en privé avec des représentants de l'entreprise (voir plus loin la partie 3.2) ou le lancement d'une campagne

³⁰ Bratton (2007) mentionne en page 18 six sociétés (sur son échantillon de 114 sociétés) pour lesquelles une proposition d'acquisition d'une autre société ou d'actifs importants a attiré l'attention d'un fonds d'arbitrage activiste qui a cherché à modifier l'issue de la proposition au motif que les conditions de la transaction proposée surévaluaient la société ou les actifs à acquérir.

Emergence des structures de placement alternatives

publique (voir plus loin la partie 3.3). Premièrement, plus les intérêts du fonds d'arbitrage dans les votes et la vie économique de l'entreprise sont importants, plus la direction et le conseil d'administration de l'entreprise, ainsi que les autres investisseurs, les analystes, les services de conseil en procurations et les médias, prendront au sérieux les propositions du fonds d'arbitrage. En effet, le pouvoir de vote peut affecter les choix de la société lorsque les actionnaires ont un pouvoir de décision, par exemple, lorsqu'un actionnaire minoritaire important est en mesure de bloquer une transaction en votant contre elle (ou en refusant d'apporter ses actions en cas d'OPA). De plus, une intervention importante dans la vie économique de la société indique à l'entreprise et aux intervenants du marché que le fonds d'arbitrage « a mis ses paroles en actes », ce qui donne de la crédibilité à ses propositions. Enfin et surtout, plus la participation est importante, plus le rendement sera confortable si la stratégie du fonds est couronnée de succès.

58. Selon Kahan et Rock (2006), en règle générale, cette stratégie de constitution d'une participation différencie les fonds d'arbitrage activistes des investisseurs institutionnels traditionnels. Pour ces deux auteurs,

« ... l'activisme des fonds communs de placement et des fonds de pension, lorsqu'il se manifeste, tend à être intermittent et se concrétise a posteriori : lorsque le gérant de fonds note que les entreprises de son portefeuille affichent des performances médiocres ou que leur gouvernance est déficiente, ils deviennent parfois actifs. En revanche, l'activisme des fonds d'arbitrage est stratégique et se manifeste a priori : les gérants de fonds commencent par déterminer si une entreprise pourrait tirer avantage d'un certain activisme, puis ils prennent une position et passent alors à l'action. »

59. Dans divers pays, des contraintes de réglementation (par exemple, des obligations de diversification du portefeuille ou des restrictions à l'encontre de l'utilisation des instruments dérivés) empêchent de nombreux investisseurs institutionnels traditionnels de se constituer d'importantes participations assorties de droits de vote. Il existe cependant certains investisseurs qui, comme les fonds d'arbitrage activistes, font de leur activisme une stratégie de réalisation de profits et prennent des positions en vue de passer à l'action³¹.

3.1.2 Les obligations de diffusion d'informations et leur impact sur les stratégies de prise de participations

60. Avant d'intervenir directement dans une société, de nombreux gérants de fonds d'arbitrage activistes vont chercher à acquérir la plus forte participation possible sans dépasser le seuil qui les obligerait à révéler les intérêts du fonds d'arbitrage à la société, aux autorités ou au public (conformément aux diverses réglementations applicables à la société ou au fonds d'arbitrage). Les seuils de déclaration varient d'un pays à l'autre, de même que les types d'informations qu'un investisseur doit diffuser lorsqu'il dépasse ce seuil et que les délais de diffusion de telles informations. Dans certains pays et dans certains cas, les investisseurs institutionnels éligibles dont le portefeuille de titres de la société dépasse le seuil de communication sont autorisés à utiliser un autre système de communication, par exemple la communication périodique d'informations (à la fin de chaque mois ou de chaque trimestre) au lieu d'une communication dans un certain délai (par exemple, « sur le champ » ou « sous 10 jours ») à partir de la date d'acquisition. Dans certaines juridictions, ces autres régimes de communication exigent la divulgation de renseignements moins détaillés que les régimes applicables aux détenteurs actifs de gros blocs d'actions.

³¹ Par exemple, le Hermes UK Focus Fund (HUKFF), dont les activités sont décrites par Becht *et al.* (2006), prend des participations dans des sociétés en vue d'y intervenir activement.

Emergence des structures de placement alternatives

61. Selon la définition donnée dans certains pays, le terme « initié » comprend aussi les personnes ou groupes qui détiennent un certain pourcentage des droits de vote ou des titres représentatifs du capital d'une société et ces pays impose aux initiés de faire état de toutes les transactions effectuées au cours d'une certaine période en lien avec des titres de la société. Par exemple, au Canada, ces déclarations doivent être établies dans les dix jours à compter de la date à laquelle la personne devient un initié, puis dans les dix jours à compter de la transaction qui déclenche l'obligation de déclaration.

62. Dans certains pays, des dispositifs réglementaires peuvent s'ajouter à la législation relative aux sociétés ou aux valeurs mobilières et imposer la communication au public, sur une base ponctuelle ou périodique, des droits de vote ou des titres représentatifs du capital que détient la personne concernée. Aux États-Unis, par exemple, un fonds d'arbitrage activiste pourrait devoir divulguer publiquement les intérêts qu'il détient dans une société aux termes du *Hart-Scott-Rodino Antitrust Improvements Act* (Loi HSR) avant même d'acquérir une participation supérieure à 5 % de la classe d'actions requise au titre de l'*Exchange Act* (ce qui déclencherait une obligation de diffusion d'informations aux termes de la législation fédérale sur les valeurs mobilière) si la valeur de marché de son investissement dépasse 56.7 millions USD et s'il ne peut pas se prévaloir de « l'exemption au titre des investissements passifs » prévu par la Loi HSR.

3.1.3 Autres dispositions réglementaires susceptibles d'affecter les stratégies de prise de participations

63. Certains pays peuvent être dotés d'autres dispositions réglementaires de nature à limiter la prise de participations par des investisseurs activistes. Par exemple, dans de nombreuses juridictions, les lois sur les prises de contrôle définissent cette notion comme l'acquisition d'un intérêt ou du contrôle ou d'un pouvoir d'orientation portant sur des droits de vote ou des titres représentatifs du capital dans des proportions suffisantes pour dépasser, lorsqu'on les ajoute aux participations existantes de l'investisseur, un certain seuil. Ces seuils varient d'un pays à l'autre. Généralement, pour assurer un traitement équitable des actionnaires, une personne dont la participation franchit le seuil de prise de contrôle doit, sauf exception, lancer officiellement une offre publique d'achat (OPA) sur les titres des actionnaires restants. Il n'est guère surprenant que les fonds d'arbitrage activistes maintiennent leurs participations en dessous de ces seuils, sauf naturellement s'ils souhaitent lancer officiellement une OPA.

3.1.4 Utilisation d'instruments dérivés et autres instruments financiers dans le cadre d'une stratégie de constitution d'une participation

64. Traditionnellement, les droits de vote attachés à des titres ont été étroitement liés à la détention des intérêts économiques correspondants. La révolution des instruments dérivés (en particulier l'expansion des contrats d'échange sur actions, d'autres dérivés de gré à gré sur actions et le développement connexe des prêts de titres) a cependant permis de découpler de plus en plus facilement propriété économique et droits de vote (Black et Hu, 2006a). Grâce à l'utilisation des instruments dérivés et d'autres instruments financiers, il est devenu possible pour une personne de contrôler plus de droits de vote qu'elle ne détient d'intérêts économiques sur les actions correspondantes, ou *vice versa*.

65. Il n'est guère étonnant que les fonds d'arbitrage activistes recourent parfois à de tels instruments dans le cadre de leurs stratégies de prise de participation. Les instruments dérivés peuvent servir à améliorer les rendements. Ils peuvent aussi servir à conférer plus de poids à la « participation actionnariale » déclarée dans les formulaires réglementaires et communiquée à la presse et à gagner ainsi en crédibilité en tant que détenteur d'intérêts importants dans la société, parce que les obligations de communication prévoient souvent que les actions qu'une personne ou un groupe a le droit d'acquérir dans un certain délai doivent être prises en compte pour déterminer le nombre d'actions et le pourcentage des

Emergence des structures de placement alternatives

droits de vote détenus par cette personne ou ce groupe. Par exemple, la Déclaration 13D modifiée établi par Pershing Square à propos de Wendy's, révélait qu'en fait 8.7 % de sa participation de 9.9 % dans Wendy's se composait d'actions susceptibles d'être émises dans le cadre d'options.

66. Certains craignent que des fonds d'arbitrage cherchant à influencer le comportement d'une société ou ses résultats (par exemple, une OPA ou un vote des actionnaires sur un projet de fusion) ne communiquent pas suffisamment d'informations sur l'importance des droits de vote ou des intérêts économiques qu'ils détiennent dans la ou les sociétés concernées. Cette question sera examinée plus loin dans la partie 3.4.

3.2 Interventions « en privé » auprès de représentants de la société

67. Après avoir acquis une participation dans une société, les fonds d'arbitrage activistes commencent souvent à intervenir en privé auprès de la direction et du conseil d'administration de la société (et s'en contentent parfois). Si un fonds d'arbitrage estime que la société est réceptive à ses propositions et pense qu'elle prend, en temps opportun, des initiatives compatibles avec ses recommandations, son intervention peut alors rester en dehors du domaine public³². Cela peut susciter des problèmes de compatibilité avec les ambitions des Principes en matière de transparence du marché et de traitement équitable des actionnaires, si par exemple le fonds d'arbitrage entre ainsi en possession d'informations importantes, sensibles pour les cours et non publiques et en fait usage ou ne les communique à des tiers que de manière sélective.

68. Naturellement, il y a très peu d'informations publiquement disponibles permettant de savoir dans quelle mesure des fonds d'arbitrage activistes mettent en œuvre des stratégies d'intervention purement officieuses et si ces stratégies sont ou non couronnées de succès. Toutefois, la récente étude de Becht *et. al.* (2006) analysant les interventions du HUKFF présente un certain intérêt, même si le HUKFF est un fonds ciblé appartenant à une entreprise plus large de gestion de fonds de pension et non pas un fonds d'arbitrage. Le HUKFF a un mandat activiste. Comme les fonds d'arbitrage activistes, ce fonds a prévu des fortes structures incitatives pour son personnel et il semble utiliser nombre des stratégies appliquées par les fonds d'arbitrage activistes. Ses pratiques d'intervention sont donc sans doute pertinentes pour ceux qui étudient l'activisme des fonds d'arbitrage. Cette étude est particulièrement intéressante, parce que les auteurs ont eu largement accès aux dossiers du HUKFF et ont donc pu analyser ses activités tant en privé que publiques.

69. Les auteurs observent que le mode d'intervention du HUKFF auprès des sociétés composant son portefeuille consistait principalement dans des interventions en privé. Sur les 41 sociétés dans lesquelles le fonds a investi durant la période couverte par l'étude, il est intervenu auprès de trente d'entre elles³³. Ces

³² Cela peut ne pas être possible si, par exemple, les intérêts détenus par le fonds d'arbitrage sous forme d'actions à droit de vote dépassent le seuil de communication et s'il est tenu de révéler ses interventions auprès de la société. Dans certains pays par exemple, un investisseur qui a dépassé le seuil de déclaration et qui a remis un rapport indiquant quelle est sa participation dans la société et quelles sont ses intentions par rapport à son investissement doit remettre un rapport modifié en cas de changement significatif des informations précédemment communiquées. Si son précédent rapport ne précisait pas qu'il pourrait intervenir auprès de la société, on pourra à bon droit lui objecter que toute intervention de ce type doit être divulguée au moyen d'un rapport modifié.

³³ Sur les onze investissements restants : (a) trois ont été réalisés peu avant la date butoir de l'étude (31 décembre 2004) de sorte que l'intervention n'avait pas encore commencé ; et (b) le HUKFF a cédé ses participations dans huit entreprises peu après l'investissement et avant toute intervention, à la suite d'un brusque mouvement de hausse des cours de bourse déclenchée par des événements exogènes.

Emergence des structures de placement alternatives

trente interventions comportaient une forme ou une autre de prise de contact direct en privé avec les sociétés. Six de ces interventions se sont exclusivement déroulées en privé. Huit de ces interventions seulement ont donné lieu à la divulgation par le HUKFF de sa participation dans la société ainsi qu'à une couverture parallèle par les médias rendant compte de l'initiative du HUKFF auprès de la société.

70. L'étude décrit également l'éventail des interventions en privé du Hermes Focus Fund durant la période 1998-2004. Ces interventions consistaient généralement à écrire des courriers destinés à divers représentants de la société, principalement les directeurs généraux, les présidents du conseil d'administration ou les directeurs financiers, et à avoir des réunions avec eux. Les représentants du HUKFF rencontraient parfois aussi des responsables des relations avec les investisseurs, des administrateurs indépendants de premier plan, d'autres administrateurs sans fonctions de direction et des cadres dirigeants et ils se rendaient souvent dans les locaux de la société.

3.3 Campagnes publiques

71. Quelquefois, un fonds d'arbitrage va assez tôt révéler publiquement qu'il envisage ou prévoit de formuler des propositions pour maximiser la valeur des investissements des actionnaires ou pour engager un dialogue avec la société. Dans d'autres cas, le fonds d'arbitrage peut commencer par suivre en privé une démarche collaborative et n'en vient à une campagne publique que si son ouverture initiale est rejetée par la société ou si, par la suite, il n'est pas satisfait de l'application par la société de ses propositions. Ces deux approches différentes ont été utilisées respectivement par Pershing Square et Trian/Sandell lors de leur intervention auprès de Wendy's (voir l'encadré 5).

72. Les fonds d'arbitrage recourent à divers médias pour rendre publiques leurs interventions auprès de sociétés. Les communiqués et conférences de presse sont souvent utilisés. Aux États-Unis et au Canada, respectivement, les systèmes EDGAR et SEDAR, qui permettent de diffuser rapidement et sans frais sur l'Internet les déclarations aux fins de la réglementation des valeurs mobilières, offrent aux investisseurs activistes la possibilité de diffuser largement leurs propositions, de retenir l'attention des médias et des marchés et, partant, d'exercer des pressions sur les sociétés. Aux États-Unis, les investisseurs activistes joignent souvent en annexe à leur Déclaration 13D des documents tels que la correspondance avec la direction de la société, des propositions stratégiques détaillées et des conseils financiers. Certains fonds ont créé des sites Internet consacrés à leurs interventions dans des sociétés-cibles spécifiques pour faciliter la diffusion de leurs messages essentiels.

73. Les campagnes publiques peuvent aider les fonds d'arbitrage activistes à atteindre leurs objectifs, par exemple en attirant des investisseurs partageant leurs avis et susceptibles d'appuyer les propositions du fonds d'arbitrage pour des sociétés-cibles spécifiques. Les campagnes publiques suscitent aussi l'attention des médias qui peuvent intensifier les pressions sur la direction et le conseil d'administration de la société pour qu'ils répondent d'une façon ou d'une autre au fonds d'arbitrage. Une campagne créative, médiatisée et couronnée de succès peut aussi aider les gérants de fonds d'arbitrage à « imprimer leur marque », ce qui leur permet d'attirer (et de retenir) des investisseurs. Ces campagnes peuvent aussi accroître l'influence des fonds d'arbitrage vis-à-vis de leurs futures interventions. Les directions et les conseils d'administration des sociétés prendront sans doute plus au sérieux les avertissements d'un fonds d'arbitrage activiste sur son intention de rendre publiques ses propositions et sur le soutien dont il bénéficie auprès d'autres investisseurs, si les antécédents connus de ce fonds donne du crédit à ses affirmations.

74. Deux études confortent l'idée que les sociétés américaines cotées réagissent souvent aux campagnes publiques des fonds d'arbitrage activistes en appliquant au moins certains des changements demandés. Klein et Zur (2006) constatent que dans 41 situations où un fonds d'arbitrage a formulé une

Emergence des structures de placement alternatives

demande de représentation au conseil d'administration dans sa Déclaration 13D, il a obtenu gain de cause dans 30 cas (soit un taux de réussite de 72 %). Brav *et al.* (2006) observent que dans près des deux tiers des cas examinés, les fonds d'arbitrage ont réussi entièrement ou en partie à atteindre leurs objectifs affichés (tels que les expriment peut-être imparfaitement leurs Déclarations 13D). Les sociétés contre-attaquent dans à peu près la moitié des cas où un fonds d'arbitrage affiche de façon publique et agressive certains objectifs, les fonds d'arbitrage atteignant leurs principaux objectifs affirmés dans environ un tiers de ces opérations « inamicales » et un succès partiel (par exemple, une concession) dans un autre tiers de ces cas.

75. Bien que le Principe II.G et ses notes explicatives soulignent que les actionnaires doivent être autorisés à se consulter mutuellement et à communiquer entre eux sur toute question relative aux droits élémentaires que leur confère leur statut d'actionnaire, le risque existe que certains investisseurs essaient de manipuler les marchés. Certains redoutent que des fonds d'arbitrage peu scrupuleux n'annoncent publiquement un plan d'intervention auprès d'une société en vue de se créer des opportunités de création de valeur à court terme. Par exemple, dans un document de discussion de 2005, la FSA britannique indiquait que, d'après l'étude de leur impact sur le marché, on pouvait craindre que certains fonds d'arbitrage ne « repoussent les limites des pratiques acceptables » en matière de transactions fondées sur des informations non publiques et de manipulation du marché³⁴. Elle affirmait en outre que « il avait été suggéré » que les gérants de certains grands fonds d'arbitrage puissent être tentés d'user de leur taille ou de lancer des rumeurs sur le marché pour influencer délibérément sur le marché afin de bénéficier de prix avantageux. Si l'on va jusqu'au bout de cette logique, on peut concevoir qu'un fonds d'arbitrage (ou un autre investisseur influent) lance une campagne publique fondée sur de fausses informations ou sur des propositions qu'il n'a pas l'intention d'appliquer et qu'il prenne ses bénéfices lorsque le marché réagit à ces informations. Dans certaines circonstances et selon la juridiction concernée, de tels comportements peuvent entrer dans les définitions des comportements prohibés comme l'abus de marché (par exemple, donner une impression fautive ou trompeuse ou manipuler le marché).

76. D'autres soulignent cependant que les fonds d'arbitrage activistes opèrent sous la pression de certaines contraintes. Même si certains aspects de leurs activités relèvent d'une réglementation moins importante que d'autres intervenants sur les marchés de capitaux, les fonds d'arbitrage n'en demeurent pas moins soumis dans nombre de pays à des lois d'application générale qui leur imposent de communiquer des informations sur leurs comportements et qui interdisent les pratiques abusives sur les marchés. En outre, la discipline du marché agit comme une contrainte sur les fonds d'arbitrage qui cherchent à attirer et retenir des investisseurs. Par exemple, Bratton (2007) souligne que « un plan d'entreprise de rechange doit persuader la communauté des investisseurs institutionnels et des intermédiaires informationnels au sens large sur lesquels on peut compter pour rejeter les interventions à court terme peu judicieuses »³⁵.

3.4 Activités liées aux assemblées d'actionnaires et aux propositions de transactions extraordinaires

77. Les fonds d'arbitrage activistes peuvent passer à l'action ou à tout le moins menacer de le faire, en lien avec les assemblées générales annuelles (AGA) ou les assemblées générales extraordinaires (AGE). Cette partie du rapport examine l'activisme des fonds d'arbitrage vis-à-vis : (a) des élections au conseil d'administration lors des AGA ; (b) des propositions des actionnaires lors des AGA ; (c) des propositions de fusion, d'acquisition et de rachat nécessitant l'approbation des actionnaires réunis en AGE.

³⁴ FSA (2005) p. 53.

³⁵ Bratton (2007) p. 6.

Emergence des structures de placement alternatives

3.4.1 Courses aux procurations - généralités

78. Certains observateurs estiment que les fonds d'arbitrage activistes aux États-Unis se servent de plus en plus de la *menace* de contester la liste de candidats au conseil d'administration proposée par la direction lors de l'AGA comme d'une tactique dans le cadre d'une stratégie d'escalade en vue d'intensifier les pressions sur les sociétés pour qu'elles appliquent les propositions des fonds d'arbitrage. Par exemple, si une ouverture faite par un fonds d'arbitrage à une société est rejetée ou si le fonds est mécontent de la mise en œuvre de ses propositions par la société, il peut aviser en privé la société (par exemple, par téléphone ou par courrier) qu'il prévoit de contester les candidatures présentées par la direction en proposant ses propres candidats à un ou plusieurs postes d'administrateurs. Si la société ne régit pas à cette nouvelle de façon satisfaisante pour le fonds d'arbitrage, ce dernier peut faire publiquement état de sa menace de lancer une course aux procurations, par exemple au moyen de communiqués de presse ou d'une Déclaration 13D modifiée. Parfois, la menace officieuse ou publique d'une course aux procurations suffit à amener la société à accéder aux propositions du fonds d'arbitrage. Dans d'autres cas, le fonds d'arbitrage peut juger nécessaire de prendre d'autres mesures, notamment : (a) préparer des documents de sollicitation de mandats de vote (y compris une circulaire d'information détaillée) ; (b) soumettre la documentation à la SEC et régler les éventuels problèmes soulevés par cette dernière à propos de la documentation ; enfin (c) poursuivre dans ses intentions affichées et solliciter effectivement des mandats de vote en faveur de ses propres candidats. Dans d'autres cas encore, les fonds d'arbitrage activistes apportent publiquement leur soutien à la course aux procurations menée par d'autres activistes au lieu d'engager leur propre bataille.

79. La SEC a modifié à compter de 2000 ses règles de sollicitation de mandats de vote pour faciliter la communication entre les investisseurs, comme le recommandent les Principes. Les communications écrites et orales sont désormais autorisées avant qu'une circulaire d'information soit déposée, à condition que :

- toutes les communications écrites ayant trait à la sollicitation de mandats soient déposées dès le premier jour de leur utilisation ;
- toutes ces communications écrites portent une mention très visible conseillant aux détenteurs de titres de lire la circulaire d'information dès qu'elle devient disponible ;
- les personnes sollicitant des procurations donnent des informations sur les participants à cette démarche en accompagnant les communications écrites d'une mention très visible indiquant aux détenteurs de titre où ils peuvent obtenir une liste précise des noms, affiliations et intérêts des participants à la sollicitation de mandats ;
- aucun formulaire de procuration ne puisse être remis à un investisseur avant le dépôt d'une circulaire d'information définitive.

La principale différence entre l'ancien et le nouveau régime est qu'une personne envisageant ou ayant l'intention de solliciter des procurations n'a plus à préparer et faire valider préalablement les documents de sollicitation de mandats auprès de la SEC avant de commencer à communiquer avec les investisseurs. Il convient cependant de souligner que toutes les communications écrites relevant du nouveau régime sont soumises aux dispositions antifraude de la législation fédérale sur les valeurs mobilières.

80. Bratton (2007) note que, dans le cadre de cette libéralisation, « la ligne de démarcation entre une menace de course aux procurations et une véritable course aux procurations n'est pas très nette ». Un fonds d'arbitrage activiste peut commencer par indiquer en privé ou publiquement qu'il pourrait solliciter des

Emergence des structures de placement alternatives

procurations s'opposant à la direction (lors d'une AGA ou d'une AGE) s'il n'est pas satisfait de la réaction de la direction aux préoccupations exprimées par le fonds d'arbitrage dans le cadre de ses déclarations en privé (ou publiques). Si cette menace ne suscite pas de réaction satisfaisant le fonds d'arbitrage, ce dernier peut alors déclarer publiquement « son intention de solliciter » des procurations. Une telle annonce s'accompagne d'un changement dans les modalités de respect des règles de communication et de déclaration de la SEC : les déclarations et documents auparavant soumis dans le cadre de procédure de Déclaration 13D seront désormais remis en tant que matériel de sollicitation de mandats de vote au titre de la règle 14A. Par conséquent, il est plus facile et moins coûteux pour un investisseur activiste de susciter l'attention et le soutien d'intervenants, d'analystes et des médias autour de sa menace de sollicitation de mandats de vote – sans devoir engager les frais considérables découlant d'une sollicitation effective de mandats.

3.4.2 Droits de vote transformables

81. Certains sont préoccupés par la possibilité qu'ont les fonds d'arbitrage activistes de dissimuler leurs intérêts dans une société jusqu'au moment où ils souhaitent exercer leurs droits d'actionnaires, par exemple voter lors d'une assemblée d'actionnaires. Ils font souvent référence à la situation ayant impliqué le fonds d'arbitrage Perry Corp. et la société Rubicon Ltd. (Rubicon), société cotée de droit néo-zélandais, pour étayer leur argumentation. En juin 2001, Perry Corp. a révélé qu'il ne détenait plus de participation supérieure ou égale à 5 % du capital de Rubicon. Juste avant cette révélation, Perry Corp s'était défait de ses droits de vote tout en conservant des intérêts économiques dans Rubicon en cédant 31 millions d'actions à la Deutsche Bank et à UBS Warburg tout en se plaçant en position acheteuse dans le cadre de contrats d'échange sur actions couvrant ces actions. Un an plus tard, en juillet 2002 et peu avant l'AGA de Rubicon, Perry Corp. a révélé qu'il détenait 16 % des actions de la société. Il les avait acquises en liquidant les contrats d'échange et en rachetant les actions auprès de la Deutsche Bank et d'UBS. Un autre actionnaire de Rubicon a contesté le droit de vote de Perry Corp. Le fonds a perdu son procès, mais a gagné en appel. Il a affirmé que sa position dans le contrat d'échange sur actions ne relevait pas du champ d'application des normes de communication financière de la Nouvelle-Zélande.

82. Certes, Perry n'avait pas de droit ou d'obligation d'acquérir les actions. En conséquence, le mécanisme du contrat d'échange d'actions semblerait échapper au champ d'application des règles de communications financières qui traitent les personnes comme des propriétaires effectifs de toutes les actions qu'elles ont le droit ou l'obligation d'acquérir, même sous conditions. Mais Perry pouvait être assez assuré de pouvoir à tout moment réacquérir les actions de Rubicon et d'exercer les droits de vote correspondants. En effet, les deux banques devraient normalement couvrir leur position dans les contrats d'échange, Perry pouvant s'attendre qu'elles le fassent en conservant les actions qu'elles lui avaient achetées. Dans cette situation où le marché des actions de Rubicon était étroit, il était difficilement envisageable de recourir à d'autres moyens de couverture³⁶.

83. Réagissant à des événements analogues, les autorités de certaines juridictions ont modifié ou se demandent si elles ne vont pas modifier leurs normes de communication financière applicables aux

³⁶ Black et Hu (2006) examinent (pages 836-842) un certain nombre d'autres situations dans lesquelles des particuliers ou des sociétés (notamment, mais pas exclusivement, des fonds d'arbitrage) semblent s'être servi d'instruments dérivés pour échapper à des obligations de communication ou autres (comme les obligations en matière d'OPA). Ces transactions n'impliquent pas nécessairement de manquement aux lois pertinentes, car des questions se posent souvent quant à l'application des lois pertinentes aux mécanismes et transactions concernés.

Emergence des structures de placement alternatives

participations importantes dans des sociétés cotées pour tenir compte de situations comme celles que l'on vient de décrire³⁷.

3.4.3 Propositions d'actionnaires

84. Le Principe II.C encourage l'élaboration de mécanismes propres à faciliter une participation effective des actionnaires aux assemblées générales, notamment en ce qui concerne les décisions fondamentales relevant du gouvernement d'entreprise. Aux États-Unis, la Règle 14a-8 de la SEC permet aux actionnaires détenant un relativement faible volume de titres de la société de faire inscrire leur proposition parallèlement à celles de la direction dans les documents de vote par procuration en vue de soumettre au vote cette proposition lors d'une assemblée annuelle ou extraordinaire des actionnaires. Soulever des problèmes au moyen d'une proposition d'actionnaire est moins coûteux que de préparer ses propres documents de vote par procuration et de solliciter ensuite les procurations. Un actionnaire qui a détenu au moins 1 % ou l'équivalent de 2000 USD des titres concernés assortis d'un droit de vote pendant au moins un an avant la date de soumission peut soumettre une proposition. La réglementation impose généralement à la société d'inscrire la proposition à l'ordre du jour sauf si l'actionnaire n'a pas respecté une des conditions procédurales de la réglementation ou si la proposition rentre dans l'un des treize motifs de fond justifiant son exclusion. Une société qui reçoit une demande d'un actionnaire visant à faire figurer sa proposition dans les documents de vote par procuration de la société peut choisir de la satisfaire ou de repousser cette proposition à condition de motiver sa décision auprès de la SEC. Cela étant, les sociétés qui ont l'intention de refuser une proposition essaient généralement d'obtenir de la SEC une « lettre de non-recours » car elles risquent de devoir faire face à une action coercitive si une proposition n'a pas été repoussée dans les formes prescrites.

85. Chaque année, plus de mille propositions d'actionnaires sont soumises aux sociétés³⁸ et le personnel de la SEC examine plusieurs centaines de demandes de lettre de non-recours formulées par les sociétés. Bien que les informations disponibles soient incomplètes, il semblerait que les fonds d'arbitrage activistes aient moins souvent recours aux propositions d'actionnaires, si prisées soient-elles par les investisseurs institutionnels (comme les fonds de pension) et les particuliers. On ne sait pas pourquoi, mais c'est peut-être parce que certains des motifs d'exclusion des propositions d'actionnaires ont trait aux décisions et processus mêmes que les fonds d'arbitrage activistes souhaitent souvent influencer. Par exemple, une société a la possibilité d'exclure une proposition qui :

- touche des questions relatives aux activités commerciales ordinaires de la société (comme on l'a vu, lorsque des fonds d'arbitrage activistes interviennent auprès d'une société, c'est souvent pour influencer la formulation de décisions concernant ses activités) ; ou

³⁷ Voir par exemple le Panel on Takeovers and Mergers du Royaume-Uni (2005a, 2005b et 2005c). Bien que la Commission britannique des OPA s'attache à la question de la communication d'informations sur les transactions dans le cadre d'opérations de rachat, l'analyse figurant dans ces documents soumis à la discussion n'en est pas moins pertinente et utile pour celle des normes de communication financière applicables aux acquisitions ou aux participations importantes.

³⁸ Voir par exemple Gillan et Sharks (1999), qui procèdent à un examen détaillé de l'utilisation par des investisseurs institutionnels ou autres activistes du mécanisme de la proposition d'actionnaire sur la période 1987-1994. Cette étude ne présente qu'un intérêt limité, car elle ne couvre pas la période ultérieure.

Emergence des structures de placement alternatives

- a trait à des volumes spécifiques de dividendes en espèces ou en actions (comme on l'a vu, lorsque les fonds d'arbitrage activistes interviennent auprès d'une société, ils l'appellent souvent à verser un dividende exceptionnel en espèces ou à verser des dividendes réguliers plus importants) ; ou
- se rapporte à l'élection de membres du conseil d'administration ou d'un organe de direction analogue.

86. Récemment cependant, un fonds d'arbitrage (Seneca Capital Partners LLP) a soumis ce que l'on désigne parfois sous le terme de « proposition d'accès au vote par procuration », à savoir une proposition d'actionnaire demandant une modification des procédures de la société (comme celles qui figurent dans son règlement intérieur) en vue de permettre aux actionnaires de désigner directement des candidats à l'élection au conseil d'administration en faisant figurer le nom de leurs candidats sur la circulaire d'information de la société. (Généralement, les actionnaires qui souhaitent désigner un candidat : (a) soumettent la recommandation au conseil d'administration en vue de son examen et d'une décision ; ou (b) contestent un ou plusieurs candidats présentés par la direction en procédant à leurs propres frais à une démarche de « sollicitation de mandats opposés ».) Seneca a demandé à Reliant Energy Inc. (Reliant) de faire figurer dans sa circulaire d'information de 2007 une proposition invitant les actionnaires à voter en faveur d'un amendement au règlement intérieur de la société afin de permettre à des actionnaires détenant au moins 3 % du capital de la société de désigner un candidat au conseil d'administration. À la mi-janvier 2007, Reliant a déposé une demande de « lettre de non-recours » auprès de la SEC en vue de pouvoir ne pas faire figurer la proposition de Seneca dans sa circulaire d'information 2007. Fin janvier, Reliant a franchi une étape supplémentaire et demandé au Tribunal de District du Texas une ordonnance déclarant que son interprétation de la Règle 14a-8 était correcte et qu'elle pouvait ne pas tenir compte de la proposition de Seneca. Fin février 2007, Seneca a décidé de retirer sa proposition et a donc cherché à obtenir que la demande de Reliant soit rejetée au motif de son caractère discutable.

87. Bien que Seneca ait fini par retirer sa proposition, cette affaire permet de penser que certains fonds d'arbitrage activistes peuvent commencer à utiliser les propositions d'actionnaires dans le cadre d'une stratégie à plus long terme en vue d'obtenir des changements dans certaines sociétés. Par exemple, un fonds d'arbitrage peut chercher à faire accepter une proposition d'accès au vote par procuration si ses efforts antérieurs pour obtenir une représentation au conseil d'administration ou pour infléchir l'orientation stratégique de la société ont été vains. L'encadré 6, qui décrit plusieurs affaires ayant donné lieu à des courses aux procurations et à des propositions d'actionnaires, indique que les fonds d'arbitrage soumettent parfois des propositions d'actionnaires aux sociétés. Ces propositions peuvent en outre constituer une façon relativement peu onéreuse d'intensifier une campagne publique et par là-même les pressions sur la société pour qu'elle procède aux changements recommandés par le fonds d'arbitrage. Une telle stratégie peut cependant se retourner contre son promoteur si, par exemple, une société décide de faire monter les enchères (et vraisemblablement d'accroître les débours du fonds d'arbitrage) en engageant un recours devant les tribunaux pour contester la demande du fonds d'arbitrage.

Encadré 6. Exemples récents de courses aux procurations et de propositions d'actionnaires**The Topps Company****Activistes :**

- Crescendo Partners et Pembridge Capital Management

Allégations :

- Mauvaises performances de l'exploitation et du titre
- Absence de mesures pour remanier la direction et réduire la structure des coûts
- Incapacité de maximiser la valeur de la marque Bazooka depuis 20 ans
- Devrait recruter une banque d'investissement pour étudier des alternatives stratégiques

Mesures préconisées :

- Nomination de trois administrateurs
- Proposition d'actionnaire d'éliminer la procédure de renouvellement échelonné des administrateurs
- Proposition d'autoriser les actionnaires détenant au moins 15 % des actions à convoquer une assemblée extraordinaire

Résultats :

- Règlement amiable conclu le matin de l'AGA

KT&G Corporation (Corée)**Activistes :**

- Carl Icahn et Warren Lichtenstein

Propositions :

- Vente d'actifs immobiliers
- Scission de l'unité de ginseng
- Augmentation des dividendes

Mesures préconisées :

- Icahn et Lichtenstein lancent une course aux procurations pour obtenir trois sièges au conseil d'administration
- Fin février 2006, ils annoncent une offre non sollicitée de rachat des actions en circulation de KT&G assortie d'une prime de 17 % par rapport au dernier cours de clôture du titre de KT&G avant cette annonce

Résultats :

- Icahn et Lichtenstein obtiennent 35 % des voix lors de l'AGA, ce qui leur donne droit à un poste d'administrateur.
- Ils ne donnent pas suite à l'offre de rachat

Source: Wolosky (2007); Kislin (2007) ; Kahan et Rock (2006) ; Documents remis à la SEC par les investisseurs activistes et par les sociétés concernées. Les documents remis à la SEC reflètent les vues de leurs auteurs et non les siennes propres.

3.4.4 Fusions, offres publiques d'achat et autres opérations extraordinaires

88. Les fonds d'arbitrage sont particulièrement actifs en ce qui concerne les propositions de fusion-acquisition. Comme le montre un certain nombre des exemples précédents, les fonds d'arbitrage activistes encouragent parfois en privé ou publiquement l'acquisition de la société-cible. Ils assument parfois un rôle encore plus actif en mobilisant leurs propres conseillers financiers et banques d'investissement pour solliciter et évaluer des offres de tiers et formuler des avis confortant l'opinion du fonds d'arbitrage selon laquelle la vente de la société est le meilleur moyen de maximiser sa valeur.

89. Lorsque la société-cible a proposé une opération de fusion-acquisition, les fonds d'arbitrage évoquent souvent publiquement les avantages (ou les inconvénients) du projet. S'ils pensent que la transaction proposée n'est pas de nature à maximiser la valeur pour l'actionnaire, ils peuvent s'y opposer, solliciter des offres de rechange à la transaction proposée ou chercher à persuader les parties à la transaction d'en améliorer les conditions. L'encadré 7 présente quelques exemples de situations dans lesquelles des fonds d'arbitrage sont intervenus à propos de projets de fusion ou d'acquisition, parfois en s'opposant à des fonds de capital-investissement.

Encadré 7. Exemples récents d'intervention de fonds d'arbitrage sur le marché du contrôle des sociétés**Proposition de rachat sur fonds empruntés de Masonite International Corp. (2004-05)**

- Kohlberg Kravis Roberts & Co. (KKR), firme de capital-investissement, propose de racheter la société canadienne Masonite, dans le cadre d'un montage valorisant Masonite à 40.20 CND par action
- Eminence Capital LLC s'oppose au projet de fusion, affirmant que les actions valaient au moins 50 CND
- Les parties à la transaction modifient alors les conditions de l'opération, proposant 42.25 CND par action, et KKR parvient à racheter la société.

Proposition de fusion de la Deutsche Börse et du London Stock Exchange (2004-05)

- La Deutsche Börse propose de lancer une OPA sur le London Stock Exchange, dont la direction rejette l'offre à deux reprises en la jugeant insuffisante.
- Plusieurs fonds d'arbitrage ayant des investissements dans la Deutsche Börse, notamment le fonds britannique The Children's Investment Fund Management (TCI), les fonds américains Atticus Capital et Jana Partners, s'opposent au projet de rachat, affirmant que la Deutsche Börse doit plutôt verser l'essentiel de sa trésorerie aux actionnaires. Les fonds menacent de faire élire un nouveau Conseil de surveillance lors de l'assemblée annuelle de la société. D'autres fonds d'arbitrage et investisseurs affirment qu'une fusion avec Euronext serait plus judicieuse que l'acquisition du LSE.
- La Deutsche Börse retire son offre préliminaire lorsque plusieurs autres grands investisseurs institutionnels se joignent aux fonds d'arbitrage pour s'opposer au projet de rachat.

Proposition de fusion de Mylan Laboratories Inc. (Mylan) et de King Pharmaceuticals, Inc. (King)

- En juillet 2004, Mylan annonce une proposition de fusion par échange d'actions à parité avec King. L'opération valorise King à 16.66 USD par action, soit une prime de 61.8 % par rapport au cours de clôture de la séance précédente. Le cours du titre de Mylan subit une chute à l'annonce, nombre d'opérateurs estimant que l'opération surévalue King.
- Carl Icahn commence cependant à acheter des actions de Mylan, investissant 307 millions USD pour acquérir une participation de 6.8 % au cours des six mois suivants. Dans une Déclaration 13D et ses circulaires préliminaires d'information établies lorsque sa participation dépasse le seuil de 5, Icahn indique qu'il considère que l'action Mylan est sous-évaluée et qu'il entend solliciter des mandats de vote opposés au projet de fusion.
- Dans ses déclarations ultérieures (appuyées par le rapport d'un consultant), Icahn estime que : (a) Mylan doit être vendue (et il serait prêt à l'acheter pour 20 USD par action) ; (b) le conseil d'administration de la société doit compter plus d'administrateurs externes ; (c) le directeur général est mieux rémunéré que ce que justifient ses performances. Icahn annonce en outre son intention de présenter une liste de candidats au conseil concurrente de celle de la direction lors de l'assemblée annuelle 2005.
- En janvier 2005, Mylan annonce l'annulation de la fusion, évoquant des informations négatives découvertes durant le processus de contrôle préalable.
- La direction de Mylan réagit à la menace d'Icahn de présenter une liste concurrente en reportant l'AGA et en modifiant le règlement intérieur de la société pour y faire figurer une « clause de notification préalable » qui aurait pour effet d'empêcher Icahn de présenter sa liste. Icahn intente un procès à Mylan en février 2005.
- En juin 2005, Mylan annonce une opération de rachat d'actions à hauteur de 1.25 milliards USD devant être financée par une ligne de crédit de 1 milliard USD. Icahn répond que le prix de l'offre de rachat est « pour l'essentiel » inférieur à son offre (informelle) de 20 USD, mais qu'il apportera ses actions à l'émetteur, qu'il abandonne la course aux mandats et son offre informelle d'achat du reste des actions et qu'il vend en

bourse le reste de sa participation dans Mylan.

Proposition d'acquisition de VNU Group b.v. (désormais The Nielsen Company) (Pays-Bas)

- En novembre 2005, le conglomérat VNU annule une fusion avec IMS Health après que des actionnaires affirmant représenter près de 50 % du flottant de VNU ont déclaré qu'ils ne soutiendraient pas l'opération. L'un des actionnaires est Knight-Vinke Asset Management (KVAM), un gérant de fonds d'arbitrage.
- KVAM recrute le Boston Consulting Group fin 2005 pour examiner la stratégie commerciale de VNU et évaluer les économies que pourraient réaliser une nouvelle direction.
- Début 2006, un consortium de firmes de capital-investissement (dont Blackstone et KKR) négocie un rachat amical de VNU au prix de 28.75 EUR par action.
- KVAM s'oppose au projet de vente en estimant que l'offre sous-valorise VNU de pas moins de 7 à 12 EUR par action. Il estime que ni lui, ni, à sa connaissance, un autre actionnaire important de VNU n'a demandé la vente de la société. Il a au contraire essayé de persuader la société de geler temporairement sa « stratégie d'acquisition offensive » qui, selon KVAM, a amené la société à enregistrer de moins bonnes performances que les entreprises comparables depuis plusieurs années. KVAM critique aussi le processus de vente employé par les conseils d'administration de VNU, affirmant qu'ils auraient dû accéder à sa demande d'autoriser des soumissionnaires qualifiés non seulement à formuler des offres pour VNU dans son ensemble, mais aussi pour les principaux actifs qui composent le groupe. KVAM critique en outre la nomination aux conseils d'administration de VNU de son directeur général sortant qui était également administrateur de ABN Amro (banque « maison » de VNU et conseiller du consortium de capital-investissement), pour piloter le processus de vente.
- Plusieurs autres gros actionnaires expriment aussi leur opposition au projet de rachat. En mai 2006, toutefois, ils acceptent une offre dont le prix a été amélioré.

Source : De Rose et Houlihan Lokey (2007) ; Documents remis aux Autorités canadiennes en valeurs mobilières (ACVM) ou à la SEC par les investisseurs activistes et par les sociétés concernées. Les documents remis aux ACVM ou à la SEC reflètent les vues de leurs auteurs et non les leurs propres.

90. L'étude par Bratton de 25 cas dans lesquels l'annonce d'une fusion a déclenché l'intervention de fonds d'arbitrage activistes tend à montrer qu'ils ont une influence sur l'issue de ces opérations³⁹. Selon son analyse, seules 5 transactions couvertes dans l'échantillon ont abouti sans modification de ses conditions. Sept des 20 opérations restantes n'ont abouti qu'après des concessions, généralement un relèvement du prix, tandis que les 13 dernières ont été annulées.

91. Ces dernières années, on a pu craindre que les fonds d'arbitrage activistes n'utilisent les instruments dérivés en conjonction avec des stratégies d'intervention, notamment dans le cadre de projets de fusions-acquisitions. L'une des affaires les plus souvent évoquées à cet égard aura été marquée par les initiatives du gérant de fonds d'arbitrage Richard Perry et de sa firme Perry Corp. (cabinet de conseil financier) dans le cadre du projet de fusion Mylan-King (décrit dans l'encadré 7). L'opposition frontale et publique d'Icahn au projet de fusion l'a mis en porte à faux vis-à-vis de spécialistes de l'arbitrage de risques. Bratton note que, « à la suite de l'annonce d'une fusion, la démarche habituelle en matière d'arbitrage de risques consiste à acheter des actions de la cible (de façon à bénéficier d'une augmentation éventuelle du prix de fusion) tout en vendant à découvert des actions de l'acquéreur (de façon à bénéficier d'une éventuelle nouvelle baisse de son cours sous l'effet de la fusion)⁴⁰ ». Perry a appliqué cette stratégie, tout en franchissant un pas supplémentaire. Pour protéger la fusion (et son investissement dans King), il a

³⁹ Bratton (2007) p. 49.

⁴⁰ Voir aussi, de façon générale, Block (2006).

Emergence des structures de placement alternatives

aussi acheté des actions de Mylan pour un montant égal à sa position courte, prenant ainsi le contrôle de 9.9 % des droits de vote lors de la prochaine assemblée. Ses intérêts dans Mylan étaient cependant entièrement couverts par des contrats d'échange sur actions et d'autres instruments, de sorte que ses intérêts économiques nets dans Mylan étaient nuls (tout en détenant une position longue sur King). Icahn a contesté la stratégie de M. Perry, affirmant lors d'un procès intenté à Perry et à Perry Corp. qu'ils ne devaient pas être autorisés à exercer les droits de vote attachés aux actions de Mylan parce qu'ils ne détenaient pas d'intérêts économiques dans cette entreprise. Le procès n'a plus eu de raison d'être lorsque Mylan a annulé la fusion en janvier 2005, en invoquant divers faits négatifs découverts au cours du contrôle préalable.

92. Le comportement de Perry a aussi suscité des préoccupations parce que certaines personnes pensent qu'il n'a pas pleinement divulgué l'ampleur et la nature de ses droits de vote et de ses intérêts économiques dans Mylan et King dans les Déclarations 13D qu'il a établies⁴¹. On pourrait dire que les régimes de communication financière en vigueur n'imposaient pas une divulgation complète dans les circonstances visées, de sorte qu'il ne s'agissait pas nécessairement d'une question de non-respect de la loi⁴². Pour certains, les stratégies déployées par Perry Corp's ont fait l'objet d'une publicité si négative que nombre de gérants de fonds d'arbitrage ont conclu que le préjudice potentiel pour leur réputation qu'impliquait une telle stratégie était si grand que le jeu n'en valait pas la chandelle. Nombre d'entre eux reçoivent des financements d'investisseurs institutionnels qui auraient été peu nombreux à vouloir placer leur argent auprès d'un gérant de fonds d'arbitrage impliqué dans un scandale au regard de la réglementation. Parallèlement, le scénario Mylan-King peut susciter des préoccupations quant aux « zones grises » des obligations de communication financière applicables aux participations importantes que prévoit la réglementation financière et ce, pas seulement aux États-Unis, mais aussi dans de nombreux autres pays.

93. En dehors des structures de capital-investissement, certains fonds d'arbitrage sont apparus comme des soumissionnaires potentiels ou effectifs dans des opérations de rachat de sociétés (encadré 8).

⁴¹ La Déclaration 13D initiale révélait cependant, entre autres, que Perry et les autres personnes déclarantes : (a) détenaient des actions ordinaires de King ; (b) avaient acheté à la suite de l'annonce du projet de fusion, d'autres actions ordinaires de King ainsi que des actions ordinaires de Mylan ; et (c) avaient couvert les actions ordinaires de Mylan au moyen de transactions mentionnées dans la Déclaration 13D ainsi que de contrats d'échange sur titres. Perry n'avait en revanche pas divulgué l'ampleur de ses intérêts dans King ni l'ampleur précise de la couverture de ses positions sur Mylan et King.

⁴² Voir le Tableau 3 dans Black et Hu (2006) qui résume l'interprétation qu'ont les auteurs de la façon dont les règles américaines de divulgation des participations s'appliquent aux positions longues en actions ou instruments équivalents (notamment instruments dérivés cotés sur actions, contrats d'échange sur actions et autres instruments dérivés de gré à gré), aux positions courtes sur actions ou instruments équivalents, aux prêts et emprunts d'actions.

Tableau 2. Fonds d'arbitrage ayant soumissionné ou entendant soumissionner pour le rachat de sociétés

Date de l'annonce	Cible	Soumissionnaire	Valeur (en mds USD)
juillet 2006	Phoenix Technologies	Ramius Capital	115
juin 2006	Bairnco Corp.	Steel Partners II	73
juin 2006	Houston Exploration	JANA Partners	1,579
juin 2006	Stratus International	Steel Partners II	104
mai 2006	Atmel Corporation	RDG Capital	2700
avril 2006	Keweenaw Land	Opportunity Partners	156
avril 2006	Gyrodyne Co.	Opportunity Partners	50
mars 2006	American HomePatient	Highland Capital	59
février 2006	Wilshire Enterprises	Mercury Real Estate Advisors	69
février 2006	Circuit City	Highfields Capital Management	3250
janvier 2005	Beverly Enterprises	Appaloosa / Franklin / Formation	1530
novembre 2004	Mylan Laboratories	Carl Icahn Partners	5400

Source : De Rose et Houlihan Lokey (2007)

94. Bratton (2007) remarque que même si des fonds d'arbitrage activistes ont formulé des offres de rachat de sociétés dans l'échantillon qu'il a étudié, aucune de ces offres n'a abouti à une fusion avec le fonds d'arbitrage soumissionnaire. Seules trois offres de fonds d'arbitrage sont allées jusqu'au stade du dépôt d'un Formulaire TO officiel de la SEC (General Motors, Acxiom et Whitehall). Selon certains observateurs, certaines autres offres de rachat annoncées par des fonds d'arbitrage étaient des stratégies destinées à faire entrer la société dans le jeu. Toutefois, une telle stratégie ne peut sans doute pas être mise en œuvre dans les pays où les propositions de rachat doivent d'emblée être plus développées.

3.4.5 Préoccupations relatives à l'intégrité des systèmes de vote

95. Pour certains commentateurs, avec la multiplication des contestations d'élections aux conseils d'administration ou de votes sur des transactions extraordinaires comme des fusions, les préoccupations sur l'intégrité des systèmes de vote risquent de s'exacerber⁴³. Par exemple, Kahan et Rock (2006) décrivent la manière dont des cas de « votes surnuméraires » peuvent se produire⁴⁴. Leur hypothèse est située aux États-Unis, mais en théorie, l'exemple s'applique normalement à toute juridiction recourant aux mêmes systèmes et pratiques. Les auteurs notent qu'aux États-Unis, les différentes firmes de courtage disposent de comptes ouverts auprès de la Depository Trust and Clearing Corporation (DTCC) et sur lesquels les portefeuilles de titres des clients sont réunis de façon fongible en une masse unique. Les registres de la

⁴³ Au début de 2007, une proposition d'actionnaire a recueilli 50.8 % des suffrages exprimés, ce qui a amené à s'interroger sur l'exactitude de l'enregistrement des votants.

⁴⁴ Voir aussi Kahan et Rock (2007b) pour une étude plus détaillée du système américain de vote dans les élections au sein des sociétés.

Emergence des structures de placement alternatives

DTCC indiquent qu'une firme M détient par exemple 20 000 actions de la société X, sans préciser combien de valeurs détiennent des actionnaires spécifiques. Il appartient à M de garder la trace des participations de ses clients au fur et à mesure de leur évolution. En lien avec un vote dans la société X, cette société X (et toute personne prévoyant de solliciter des mandats de vote opposés à la direction) va recruter un ou plusieurs cabinets pour assurer la diffusion des documents de vote par procuration, la sollicitation des mandats de vote et le dépouillement des votes. Ces cabinets reçoivent de la DTCC la liste des participations des firmes de courtage figurant dans ses registres. Les firmes transmettent les documents de vote par procuration et les fiches de mandat aux personnes figurant sur leurs propres listes.

96. Kahan et Rock notent que ce système peut faillir si l'on assiste à un volume important de ventes à découvert (couvertes par des emprunts de titres). Dans une vente à découvert, un courtier organise pour le compte du vendeur à découvert l'acquisition d'actions auprès d'une banque dépositaire qui détient des actions (en une masse fongible) pour ses clients (par exemple, des fonds de pension) sous réserve de l'obligation de restituer les actions à une date ultérieure. Le vendeur à découvert vend alors les actions à un tiers qui en prend pleinement possession et qui peut ne pas en connaître l'origine. (En outre, les clients de la banque dépositaire peuvent ne pas savoir que les actions ont été remises au vendeur à découvert et vendues à un tiers.) Examinons ce qui se passe si un fonds d'arbitrage « emprunte » 5 000 actions de la société X auprès de M et les vend à découvert à un client de la firme de courtage G, qui détenait auparavant 30 000 actions sur son compte auprès de la DTCC. À la suite de cette transaction, les registres de la DTCC feront apparaître que G détient 35 000 actions, tandis que M en détient 15 000. La procuration globale de la DTCC va transférer le droit de cote sur 15 000 actions à M et en informer les firmes sollicitant des mandats de vote. M remettra cependant à ces mêmes firmes la liste de l'ensemble des participations de ses clients dans la société X pour un total de 20 000 actions, tandis que G leur remettra la liste de l'ensemble des participations de ses clients pour un total de 35 000 actions. Les firmes sollicitant des mandats de vote enverront des documents de vote par procuration aux clients de M et à ceux de G, pour un total de 55 000 actions (alors même que ces deux établissements ne détiennent globalement que 50 000 actions). Comme les actions vendues à découvert ne sont la plupart du temps pas attribuées aux comptes de clients spécifiques, on ne sait pas quels clients sont habilités à exercer les droits de vote attachés aux actions. Si les droits de vote sont exercés au titre de moins de 15 000 actions rattachées à des clients de M, le problème risque d'être « réglé sans autre forme de procès en affirmant que les clients de M qui ont renvoyés leurs pouvoirs étaient tous habilités à voter et que certains de ceux qui n'ont pas renvoyé leur pouvoir ne l'étaient pas ». Mais en cas de renvoi d'un nombre de mandats représentant plus d'actions que celles qui permettent l'exercice d'un droit de vote (par exemple en raison de ventes à découvert d'un volume important et d'un faible taux d'abstention), on ne sait pas ce qu'il convient de faire.

97. En cas de vote serré dans de pareilles circonstances, on pourrait craindre pour la représentativité du scrutin par rapport aux souhaits des actionnaires habilités à voter. Kahan et Rock citent l'exemple du projet de transaction MONY/AXA, à l'occasion de laquelle un rachat controversé a été approuvé avec une marge de 1.7 million de votes sur un total de 50.1 millions d'actions (3.4 %) alors que l'on estimait que 6.2 millions d'actions avaient fait l'objet de ventes à découvert. Dans des situations où un fonds d'arbitrage activiste viendrait à solliciter des mandats de vote opposés à la liste des candidats au conseil d'administration proposée par la direction, on peut penser que les différends sur la validité des résultats du vote seraient assez fréquents. Certains ont suggéré que, pour autant que les sociétés qui utilisent actuellement le scrutin à la majorité relative adoptent le scrutin à la majorité absolue, la probabilité de votes serrés (et donc de différends sur la validité des résultats) risque de connaître un accroissement spectaculaire. Or, de tels différends risquent d'affecter négativement la confiance des investisseurs dans l'intégrité des systèmes de vote où les votes surnuméraires sont possibles. Dans d'autres pays, la France ou l'Espagne par exemple, les systèmes de vote ne se heurtent pas à des problèmes similaires vis-à-vis des opérations de prêt de titres.

3.5 *Parallélisme des comportements des investisseurs, communication et action conjointe*

98. On accuse parfois les fonds d'arbitrage d'intervenir à la façon de « meutes de loups », expression imagée rendant l'idée d'un groupe agressif fondant sur une société vulnérable par des transactions simultanées ou séquentielles sur ses titres (par exemple en prenant des participations assorties de droits de vote ou, à l'inverse, en vendant à découvert des actions de la société), souvent en critiquant publiquement et avec véhémence la direction de la société. Pour adopter un mode de caractérisation et de description plus neutre de tels comportements, on peut parler de « parallélisme des comportements », de communication entre investisseurs ou encore « d'action conjointe ou concertée ».

3.5.1 *Parallélisme des comportements*

99. De nombreux investisseurs, y compris des fonds d'arbitrage, adoptent parfois délibérément des comportements parallèles, à savoir des comportements qui reproduisent ou suivent celui d'autres intervenants. Par exemple, après qu'un fonds d'arbitrage a déclaré avoir acquis une participation significative dans une société, révélé ses propositions de changement ou encore exprimé son soutien ou son mécontentement vis-à-vis d'initiatives de la direction, certains autres investisseurs (y compris des investisseurs institutionnels traditionnels) sont susceptibles de réagir à ces informations, par exemple en adoptant le même comportement (par exemple à travers des opérations sur les titres de la société, des déclarations de soutien aux propositions du premier investisseur ou encore l'expression de préoccupations quant aux performances de la direction). À cet égard, les Principes de l'OCDE ne considèrent pas que ces activités doivent être interdites ou limitées. De fait, comme certains investisseurs institutionnels ont pris grand soin de le souligner dans leurs déclarations réglementaires, surveiller attentivement toute information rendue publique sur le comportement d'autres investisseurs importants présents dans le capital de la société est cohérent avec les obligations de l'investisseur institutionnel vis-à-vis de ses propres clients. Il s'agit aussi d'une réaction cohérente avec ses obligations vis-à-vis de ses clients de réagir comme il convient aux dernières évolutions comme les nouvelles faisant état du mécontentement d'un autre investisseur important devant les performances de la direction ou celles du titre de la société.

3.5.2 *Communication entre investisseurs et autres intervenants ou conseillers intéressés*

100. Des investisseurs activistes, y compris des fonds d'arbitrage, prennent souvent contact avec d'autres actionnaires ou obligataires, ainsi qu'avec d'autres intervenants et conseillers concernés, dans le cadre de leur stratégie d'intervention dans une société. Cette communication peut prendre place à divers stades du cycle d'interventions d'un fonds d'arbitrage activiste dans une société. Par exemple, à l'approche du lancement d'une intervention prévue, le gérant d'un fonds d'arbitrage peut évoquer ses préoccupations à propos de la société ou la stratégie qu'il se propose de mettre en œuvre avec un autre gérant de fonds d'arbitrage ou d'autres investisseurs institutionnels importants. De telles discussions lui permettent de mieux évaluer l'ampleur des préoccupations des autres investisseurs à propos de la société, de mesurer le soutien que pourraient recueillir les propositions du fonds d'arbitrage, voire d'identifier d'autres propositions ou stratégies de maximisation de la valeur de la société. Parfois, un fonds d'arbitrage activiste ou un ou plusieurs autres investisseurs vont décider de coopérer pour demander une réunion ou une conférence téléphonique (et si possible y participer) avec la direction, le conseil d'administration de la société ou des conseillers. Ils peuvent aussi prendre part à des réunions ou conférences téléphoniques avec des analystes, notamment des analystes d'actions, des agences de notation ou des services de conseil aux actionnaires, comme ISS. De telles communications (entre investisseurs et entre investisseurs, sociétés, conseillers et analystes) peuvent avoir lieu de façon officieuse (bien que les résultats de ces contacts risquent d'être rapportés dans des déclarations réglementaires).

Emergence des structures de placement alternatives

101. Le Principe II.G de l'OCDE indique que « Les actionnaires, notamment les investisseurs institutionnels, doivent être autorisés à se consulter entre eux sur toute question relative aux droits élémentaires que leur confère leur statut d'actionnaire, tels qu'ils sont définis précédemment, sous réserve de certaines exceptions destinées à prévenir les abus. ». La note explicative correspondante prévoit que « il conviendrait de les [les investisseurs] autoriser, voire de les encourager à coopérer et coordonner leurs initiatives lors de la désignation des candidats à des postes d'administrateurs et de leur élection, ou de l'inscription de propositions à l'ordre du jour des assemblées, ainsi qu'à avoir des échanges directs avec une société pour en améliorer le gouvernement d'entreprise. De façon plus générale, les actionnaires devraient être autorisés à communiquer entre eux sans devoir se soumettre aux formalités liées à la sollicitation de procurations ».

102. Dans de nombreux pays, les communications entre des représentants et des conseillers de la société d'une part, et des investisseurs, de l'autre, sont normalement soumises à des lois qui interdisent : (a) la communication sélective par les sociétés et par des personnes agissant en leur nom d'informations non publiques, importantes ou sensibles pour les prix ; et (b) de faire un usage abusif de telles informations. Par exemple, les lois sur la communication sélective d'informations peuvent revenir à interdire aux sociétés de communiquer de telles informations à des fonds d'arbitrage activistes dans le cadre de réunions avec la direction et le conseil d'administration de la société. De plus, dans certains pays, le fait que le gérant d'un fonds d'arbitrage ait l'intention de lancer ou de faire passer à un stade supérieur une intervention dans une société cotée peut, dans certaines circonstances, constituer une information importante ou sensible pour les prix si les projets du fonds d'arbitrage ont des chances raisonnables d'exercer un impact significatif sur le cours de bourse ou la valeur des actions de la société. Même si le gérant du fonds d'arbitrage peut être autorisé à faire part de ses intentions à un autre investisseur, par exemple en vue d'évaluer le soutien que peut recueillir son plan, il serait illégal dans le cadre d'un tel régime de la part de l'autre investisseur de procéder à des transactions sur la base d'une telle information.

103. Dans d'autres cas, des fonds d'arbitrage activistes peuvent contacter d'autres investisseurs ou des analystes dans le cadre d'une stratégie publique et de confrontation plus affirmée. Ces contacts peuvent viser à solliciter un soutien public dans le cadre d'une campagne de presse, à collecter des mandats lors d'une course aux procurations ou recueillir des appuis en faveur d'une proposition d'actionnaire ou pour la convocation d'une assemblée générale extraordinaire, ou encore à rassembler autour d'un fonds d'arbitrage des alliés dans son opposition à un projet de transaction ou de rachat.

104. En fonction du droit du pays concerné, tout ou partie des activités décrites précédemment peuvent tomber sous le coup de dispositions de la réglementation des sociétés et des valeurs mobilières relatives à la sollicitation de procurations. Par exemple, au Canada, la *Loi canadienne sur les sociétés par actions* (LCSA) prévoyait que, en dehors de quelques rares exceptions, nul ne pouvait solliciter des procurations de détenteurs de titres d'un « émetteur assujéti » de l'Ontario (à savoir une société considérée comme cotée en Ontario) à moins que la personne n'ait remis concurremment ou auparavant une circulaire d'information à celle dont la procuration a été sollicitée. Les définitions des termes « solliciter » et « sollicitation » sont très larges et couvrent, entre autres, toute demande de procuration, toute demande de signature ou de non-signature d'un formulaire de procuration, toute demande de révocation d'une procuration, d'envoi d'une procuration ou d'envoi ou de remise d'une « quelconque communication » à un détenteur de titre dans des circonstances dont on peut raisonnablement prévoir qu'elles aboutiront à la remise, au retrait ou à la révocation d'une procuration. Cette définition large de la sollicitation préoccupe les intervenants sur le marché qui craignent qu'elle n'empêche les communications entre actionnaires et mêmes les communications qui concernent simplement l'expression par un actionnaire de la façon dont il entend voter et de ses motivations. Par la suite, la définition de « solliciter » a été modifiée dans la LCSA pour exclure, entre autres opérations : (a) l'annonce publique — au sens des règlements — par

Emergence des structures de placement alternatives

l'actionnaire de ses intentions de vote, motifs à l'appui ; et (b) toute communication en vue d'obtenir le nombre d'actions requis pour la présentation d'une proposition par un actionnaire.

3.5.3 Comportement conjoint ou concerté

105. Parfois, des fonds d'arbitrage activistes vont au-delà de la simple communication avec d'autres investisseurs ou de la coordination de certaines activités (comme la présence à une réunion) pour conclure un accord ou une entente avec un ou plusieurs autres investisseurs pour acquérir, détenir, céder des titres d'une société ou exercer les droits de vote correspondants. Par exemple, Trian et Sandell sont convenus de soumettre conjointement une proposition visant à améliorer la valeur de Wendy's (voir l'encadré 5).

106. Dans de nombreuses juridictions, la législation sur les sociétés ou les valeurs mobilières prévoit que les personnes qui concluent un accord ou une entente avec un ou plusieurs autres investisseurs pour acquérir, détenir, céder des titres d'une société ou exercer les droits de vote correspondants sont réputés « agir conjointement, « agir de concert », d'autres termes analogues pouvant être utilisés. Aux fins du présent rapport, on parlera de « co-acteurs ». Dans de nombreuses juridictions, agir ainsi conjointement ou de concert n'est pas en soit illégal. Cette caractérisation peut néanmoins avoir certaines conséquences. Par exemple, les participations au capital d'une société détenues par des co-acteurs sont souvent agrégées aux fins des lois concernant :

- la divulgation des participations importantes (y compris pour déterminer si des seuils de communication ont été franchis ou non) ;
- les OPA (notamment pour déterminer si un seuil relatif à la définition d'une OPA a été franchi, auquel cas les co-acteurs seraient obligés de lancer une OPA ou seraient réputés avoir acquis illégalement des titres en contrevenant aux lois relatives aux OPA) ;
- les délits d'initiés et les déclarations d'initiés (par exemple, des personnes ou sociétés qui, individuellement, détiennent moins que le seuil de participation peuvent être considérées comme des initiés si leurs participations sont agrégées en tant que co-acteurs) ou,
- les dispositions relatives aux participations de contrôle, anti-chantage à l'OPA, ou autres dispositions analogues.

En conséquence, un fonds d'arbitrage dont les intérêts dans une société ne sont pas en soit suffisants pour déclencher une obligation de communication d'informations (ou de lancer une OPA ou de restituer une plus-value à court terme) risquerait de se trouver dans une situation où, étant considéré comme un co-acteur dont les participations sont agrégées à celles d'autres co-acteurs, il a justifié l'application de la loi (voire a enfreint cette loi).

107. En outre, les sociétés introduisent parfois dans les articles de leurs statuts, de leur règlement intérieur ou encore dans leur régime de protection des actionnaires, des clauses dont l'application se déclenche lorsque la participation d'une personne ou de co-acteurs dépasse un seuil correspondant à un pourcentage spécifique des titres de la société assortis d'un droit de vote. Comme le fait de devenir un co-acteur peut avoir des conséquences importantes et parfois négatives, les investisseurs sont souvent très prudents lorsqu'ils agissent avec d'autres investisseurs ou lorsqu'ils se livrent à des activités coordonnées.

3.6 Litiges

108. Dans le cadre d'une stratégie d'escalade, des fonds d'arbitrage activistes engagent parfois des procès ou s'y joignent au cours de leur intervention dans des sociétés. On en trouvera quelques exemples ci-après.

- Lorsque des accusations d'opérations menées avec un lien de dépendance par Conrad Black et d'autres membres de la direction de Hollinger International ont commencé à circuler en 2003, Cardinal Value Equity Partners (Cardinal) a intenté un procès dans l'État du Delaware pour obtenir l'accès aux livres et registres de Hollinger. Six mois plus tard, ce même fonds a engagé une action dérivée pour manquement au devoir de loyauté contre le conseil d'administration de Hollinger. Cette action de Cardinal a été gelée pour permettre une enquête indépendante sur l'accusation de faute. En 2005, Cardinal a négocié un règlement portant sur 50 millions USD avec les administrateurs non directement concernés par les accusations de faute, Hollinger poursuivant son action pour opérations menées avec un lien de dépendance contre Conrad Black et d'autres administrateurs dans le cadre d'un procès distinct. Plus récemment, le fonds a critiqué publiquement le conseil d'administration de Hollinger pour ne pas avoir démis de leurs fonctions certains administrateurs ayant négocié le règlement⁴⁵.
- En 2005, Jana Partners a intenté des poursuites contre SourceCorp dans la perspective de l'AGA de la société. Jana Partners affirmait que, sans préavis aux actionnaires et seulement cinq semaines avant la date prévue de l'AGA, le conseil d'administration de la société avait modifié son règlement intérieur pour : (a) supprimer une disposition qui permettait auparavant à des actionnaires détenant au moins 25 % du capital de la société de convoquer une assemblée extraordinaire ; et (b) d'imposer des « restrictions lourdes et complexes » à la possibilité pour les actionnaires d'agir par consentement écrit. Jana Partners s'opposait en outre à l'adoption par le conseil d'administration d'un régime de protection des actionnaires qui ne devait pas parvenir à expiration avant 2015 et qui ne contenait pas d'obligation de renouvellement du conseil lors de l'assemblée annuelle des actionnaires. Tout en annonçant qu'il engageait un procès, Jana Partners faisait également savoir qu'il allait aussi notifier prochainement son intention de solliciter des consentements écrits pour remplacer des administrateurs actuels.
- Aux Pays-Bas, des fonds d'arbitrage activistes ont eu recours aux tribunaux en 2007, en faisant valoir avec succès que la vente par ABN-AMRO d'une filiale aux États-Unis devait être approuvée par les actionnaires, car elle constituait une opération significative dans le contexte d'une OPA contestée. Des fonds d'arbitrage ont également engagé une action en justice dans l'affaire Stork pour appuyer leur demande à disposer d'un siège au conseil d'administration dans le but de faire évoluer la stratégie de l'entreprise. Cette affaire a ceci de particulier qu'ils ont soutenu que leur activisme en vue d'un changement de stratégie ne constituait pas une tentative d'OPA, si bien que l'utilisation des mécanismes de défense anti-OPA pour contrecarrer cette demande était illégitime.

109. Kahan et Rock notent également que certains fonds d'arbitrage ont cherché à être désignés comme plaignants principaux lors d'actions collectives dans des affaires de fraude sur les valeurs mobilières aux termes du *Private Securities Litigation Reform Act*. Les auteurs notent que les tribunaux ont souvent rejeté la désignation de fonds d'arbitrage au motif que ces fonds se livrant à des ventes à découvert

⁴⁵ Ces affaires sont décrites dans Kahan et Rock (2007) pages 7-8.

Emergence des structures de placement alternatives

durant la période concernée, ils ne faisaient pas confiance à l'intégrité du prix du marché qui est essentielle à l'établissement d'une « fraude sur le marché »⁴⁶.

4 Conséquences pour le gouvernement d'entreprise

4.1 Réactions des sociétés

110. Dans nombre de pays, les sociétés et les actionnaires sont naturellement libres de décider comment ils vont réagir aux propositions et aux exigences des fonds d'arbitrage. Un certain nombre de conseillers de sociétés cotées encouragent les dirigeants et les administrateurs de ces sociétés à se préparer par avance à l'éventualité où un fonds d'arbitrage activiste déciderait d'intervenir dans la société. Par exemple, le Conference Board a mis sur pied un groupe dans lequel les sociétés peuvent étudier la façon de détecter le moment où des fonds d'arbitrage prennent des participations à leur capital et comment y réagir. Les cabinets juridiques et les banques d'investissement proposent des services analogues dans le cadre d'une réaction à l'activisme fondée sur les mécanismes de marché⁴⁷. Il est intéressant de noter que nombre des recommandations à l'intention des sociétés à propos de la « préparation par avance » préconisent aux dirigeants et aux conseils d'administration de régler toute une série de problèmes qui relèvent sans conteste des fonctions essentielles précisées dans le Principe VI.D de l'OCDE. Par exemple, un aide-mémoire⁴⁸ recommande aux sociétés de prendre les mesures suivantes en vue de se préparer à une campagne activiste :

- Évaluer les vulnérabilités de la société avec l'œil d'un activiste. Procéder à un examen du secteur d'activité et étalonner la société. Étudier les tendances en matière de performances et de valorisation. Formuler des explications convaincantes des différences par rapport aux performances des entreprises comparables ou des performances antérieures. Tout signe de faiblesse financière doit déclencher une réaction immédiate.
- Évaluer toutes les solutions de rechange réalistes, stratégiques et financières. Mettre l'accent sur la valeur à court et long termes pour l'actionnaire.
- Envisager une optimisation du portefeuille. Mettre l'accent sur les compétences fondamentales. Réaliser les actifs à croissance lente.
- Procéder à une mise à plat de la structure du capital. Déterminer le rapport optimal entre la structure d'endettement et le coût du capital. Envisager les conséquences d'opérations de rachat d'actions, d'une augmentation des dividendes courants ou du versement de dividendes extraordinaires. Étudier les besoins de liquidité et les sources de financement alternatives.
- Surveiller les transactions, les études boursières et la composition de l'actionariat. Suivre l'évolution des détenteurs d'obligations et d'instruments dérivés, ainsi que des positions longues

⁴⁶ Kahan et Rock (2007) p. 8, notamment les notes de bas de page 55-58. Par exemple, dans l'affaire *Re Critical Path, Inc. Securities Litigation*, 156 F.Supp. 2d 1102 (N.D.Calif. 2001), la Cour avait estimé qu'un fonds d'arbitrage qui avait vendu à découvert des actions de la société « était mal placé pour représenter un collectif » dans une action collective pour fraude sur le marché, parce que la stratégie de vente à découvert reposait sur l'idée que le cours de bourse de l'action était inexact.

⁴⁷ Lipton (2006).

⁴⁸ De Rose et Houlihan Lokey (2007).

Emergence des structures de placement alternatives

et courtes. Surveiller les déclarations réglementaires pour identifier les changements d'objectifs et de participations des investisseurs. Étudier les comptes rendus d'analystes concernant la société et son secteur. Étudier dans les publications professionnelles et d'autres médias les tendances sectorielles et les critiques à l'encontre de la société. Surveiller les « listes de thèmes essentiels » en matière de gouvernement d'entreprise.

- Se doter d'un programme efficace de communication sur la société. Envisager des tournées auprès des principaux investisseurs institutionnels. Éduquer les agences de notation, ISS et autres services de conseil aux actionnaires. Rester en contact avec les analystes des valeurs mobilières qui peuvent donner des indications sur les préoccupations des investisseurs.
- Le conseil d'administration doit être informé et le rester. Le conseil d'administration doit périodiquement examiner le plan d'entreprise, les performances de l'exploitation et la position concurrentielle de la société. Il doit envisager d'éventuelles stratégies de rechange pour maximiser la valeur à court et à long termes pour l'actionnaire. Il doit être informé des évolutions récentes des conseillers financiers ainsi que des conseils sur l'activisme et sur les devoirs du conseil d'administration. Il doit être au fait des résultats des plans de suivi et de communication de la société.

111. Un autre aide-mémoire recommande aux sociétés se trouvant dans un contexte de fusion-acquisition d'expliquer activement les raisons et les avantages d'une transaction, de s'assurer que la position du conseil d'administration est bien comprise et de communiquer de façon précoce et ouverte avec les actionnaires importants⁴⁹. Tous ces points correspondent à ce que l'on qualifie de bonnes pratiques de gouvernement d'entreprise, si bien que les pressions des fonds d'arbitrage semblent susciter une réaction appropriée des sociétés. A cet égard, les fonds d'arbitrage activistes semblent avoir bien mieux réussi à imposer un gouvernement d'entreprise de qualité que les investisseurs institutionnels au sens large, auxquels ont souvent manqué les incitations et les possibilités réglementaires pour influencer les sociétés⁵⁰.

112. Les fonds d'arbitrage activistes sont souvent accusés de mettre la pression sur les sociétés pour qu'elles fassent des concessions qui n'entraînent que des gains à court terme pour les actionnaires, aux dépens d'investissements à long terme cruciaux qui bénéficieraient aussi à d'autres parties prenantes. Les données factuelles examinées dans la partie V ne semblent pas confirmer cette accusation, même s'il est extrêmement difficile de trouver des mesures indépendantes des possibilités d'investissement manquées. Plus généralement, le principal point d'analyse concerne le degré de « myopie » du marché, c'est-à-dire la mesure dans laquelle le marché mésestime les investissements à long terme par rapport aux investissements réalisés à court terme. Si le marché n'a pas de préjugé, les intérêts des fonds d'arbitrages activistes (et d'autres investisseurs similaires) ayant des horizons à relativement court terme n'entreront pas en conflit avec ceux des investisseurs (et parties prenantes) s'inscrivant dans des horizons à long terme. Si l'existence même des fonds d'arbitrage activistes peut être interprétée comme un signe de raisonnement à courtes vues (dans la mesure les gains potentiels ne sont pas encore incorporés dans les valeurs des

⁴⁹ Lipton (2006).

⁵⁰ On trouvera dans OCDE (2004), Black (1991) et Kahan et Rock (2006) un examen de l'impact généralement décevant sur le gouvernement d'entreprise de la plupart des investisseurs institutionnels. Cela étant, Becht et al (2006) montrent comment des investisseurs institutionnels peuvent aussi parvenir à des résultats comparables à ceux des fonds d'arbitrage activistes pour autant qu'on leur fournisse les incitations appropriées et qu'on leur donne le pouvoir pour le faire.

Emergence des structures de placement alternatives

actions), les éléments de preuve plus généraux donnent à penser que les valeurs des actions intègrent des attentes à long terme, si bien que l'ampleur de cette myopie pourrait bien être limitée⁵¹.

113. Néanmoins, les études citées ci-dessus laissent entrevoir la possibilité que le comportement des fonds d'arbitrage activistes puisse, dans certaines circonstances, aboutir à de médiocres pratiques de gouvernement d'entreprise (si l'on prend les Principes de l'OCDE comme point de référence). L'exercice des droits des actionnaires (chapitre II) peut être mis à mal, il existe de réelles possibilités de délits d'initiés et de pratiques de marché abusives (chapitre III, traitement équitable des actionnaires), les intérêts des parties prenantes risquent de ne pas être pris en compte (chapitre V) et les membres du conseil pourraient ne pas exercer correctement leurs devoirs fiduciaires vis-à-vis de la société et de l'ensemble de ses actionnaires.

IV. Comportement des Firmes de Capital Investissement et Réactions des Sociétés

114. Cette section du rapport décrit les stratégies classiques qu'utilisent les structures de capital-investissement à l'occasion d'un rachat suivi d'un retrait de la cote et la façon dont leur comportement est influencé par le régime de gouvernement d'entreprise.

1 Rachat et gestion des sociétés : le modèle d'entreprise et les sociétés cibles

115. Des études indiquent que les firmes de capital-investissement qui procèdent à des rachats suivis d'un retrait de la cote recherchent des sociétés qui présentent des perspectives à moyen ou long terme, ce qui permet de les revendre au bout de plusieurs années. En ce qui concerne l'Europe, une étude indique que ces firmes conservent la propriété des entreprises rachetées pendant 3½ ans en moyenne, mais cette donnée comprend peut-être aussi la durée de détention d'entreprises non cotées lors de leur rachat. Selon une autre étude, la durée de conservation *ex ante* est de 5 ans⁵². D'ordinaire, les structures de capital-investissement planifient soigneusement leurs acquisitions, qui n'interviennent parfois pas avant plusieurs années d'études, ce qui recouvre des contacts avec la direction de l'entreprise cible. D'après une autre étude, pour chaque opération menée à bien, une firme de capital-investissement cherche activement à racheter deux entreprises, en évalue quatre et en filtre quarante⁵³. Selon une autre étude encore, les firmes de capital-investissement du quartile supérieur disposent d'équipes d'analystes travaillant avec eux et procèdent à de larges consultations à propos de la cible et de ses perspectives de croissance⁵⁴. C'est sans doute pourquoi une étude observe que si les firmes de capital-investissement emportent 75 % des enchères concurrentes, c'est qu'elles disposaient déjà d'un plan de création de valeur (Ernst & Young, 2006).

116. Bien que les firmes de capital-investissement planifient certains de leurs projets d'acquisition très à l'avance, elles savent aussi saisir des occasions et certaines transactions peuvent être finalisées en

⁵¹ Par exemple, les coefficients de capitalisation des résultats indiquent que dans leur ensemble, les attentes des marchés s'échelonnent sur une période de 10 à 15 ans. Il apparaît également que les valeurs des actions réagissent positivement aux dépenses de recherche-développement et aux investissements, et plus encore si elles s'accompagnent d'informations sur la stratégie et les perspectives de la société. Voir OCDE (2006) et Kahan et Rock (2006) pour un examen plus complet des preuves pour partie contradictoires.

⁵² Ernst & Young (2006), sur la base de 67 retraits.

⁵³ Mankins (2007). En revanche, on affirme que les acquéreurs de sociétés ont un champ de prospection plus réduit, avec quelque 4-5 cibles de fusion-acquisition en préparation, ce qui reflète sans aucun doute leur centrage plus sectoriel.

⁵⁴ Beroutsos (2007). C'est ce que confirme aussi une autre étude, Meerkat et Rose (2006).

Emergence des structures de placement alternatives

quelques mois. Selon une enquête sur des grosses opérations de rachat suivi d'un retrait de la cote aux États-Unis et au Royaume-Uni, les primes de rachat s'inscrivaient dans une fourchette de 20-25 % par rapport au cours de bourse moyen de l'action de la société sur un jour et sur trente jours, mais seulement de 6 % par rapport au cours le plus élevé sur 52 semaines⁵⁵. Cela tend à montrer qu'à tout le moins, le calendrier de certaines possibilités de rachat suivi d'un retrait de la cote a pu se dessiner après des performances boursières décevantes pour la société-cible. Si l'on fait une comparaison avec des acquisitions potentielles planifiées sur le long terme, seules 25 % des enchères ont été emportées par des structures de capital-investissement réagissant de façon opportuniste à la mise en vente d'une société⁵⁶.

117. Les firmes de capital-investissement approchent quelquefois d'autres firmes homologues afin de former un club en vue de réaliser une transaction. Si de tels arrangements n'ont rien de problématique en soi, ils peuvent constituer un risque pour l'intégrité du marché, important du point de vue du gouvernement d'entreprise. En effet, plus les institutions participant en amont à un montage financier en vue d'un rachat sont nombreuses, plus la probabilité de fuites, avec leur cortège de délits d'initiés, de diffusions sélectives d'informations et d'autres formes de pratiques abusives, est grande. Les notes relatives au Principe V de l'OCDE insistent sur le fait que les actionnaires et les investisseurs potentiels doivent pouvoir accéder à des informations régulières, fiables et comparables sur les sociétés et qu'une médiocre diffusion de l'information ou des pratiques manquant de transparence peuvent entraîner des comportements non éthiques et une perte d'intégrité du marché, conséquences très coûteuses non seulement pour la société et ses actionnaires, mais pour l'économie dans son ensemble. L'Australian Stock Exchange a fait état de préoccupations de cet ordre à propos de transactions récentes, de même que la FSA (FSA, 2007). Le Comité technique de l'OICV a mis sur pied un groupe d'étude chargé d'identifier et d'évaluer les risques réglementaires liés aux opérations de capital-investissement pour les actions et il est probable que les questions d'intégrité du marché seront soulevées dans le cadre de cette étude.

118. Au cours de la phase de contrôle préalable et après l'acquisition, le principal associé d'un fonds de capital-investissement établit un programme de 100 jours avec les experts et souvent avec la direction. Le but consiste à identifier les coûts à réduire, les nouveaux marchés et les gisements de bénéfices à rechercher ainsi que les modifications devant être apportées au portefeuille. Ce processus aboutit à un plan de création de valeur qui définit les principaux risques et les nouvelles opportunités. Ce plan sert ensuite à définir des principaux indicateurs de performance ciblés, complets et contraignants, le propriétaire les réexaminant fréquemment. Un déclin est donc perceptible avant qu'il ne se manifeste dans les résultats financiers. Selon une étude européenne couvrant les 100 plus grosses sorties intervenues en 2005 par suite d'une opération de retrait de la cote, dans 25 % des sociétés, l'activité n'a pas été conforme au plan. Dans chacun de ces cas, l'investisseur a réagi rapidement et de façon décisive, en partie en raison du recours à l'emprunt lors du rachat. Lorsque cela a paru nécessaire, les plans ont été révisés, la direction changée et parfois l'investissement a été renforcé. En conséquence, dans les deux tiers des cas, ces entreprises se sont redressées et ont atteint leurs objectifs initiaux (Ernst & Young, 2006). Cette même étude note en outre que même si les structures de capital-investissement contestent la direction tout en l'aidant, dans 45 % des cas, la direction a été changée. La plupart de ces changements sont intervenus durant la période où la société était déjà en régime de capital-investissement plutôt que d'emblée.

119. Ces plans de création de valeur ont été controversés. On crie souvent au « dépeçage des actifs », question sur laquelle le rapport reviendra. Cela étant, plusieurs études relèvent que les plans de création de

⁵⁵ Des primes de l'ordre de 40 % ont été observées dans le cadre d'une autre étude couvrant une période plus longue et un échantillon comportant plus de moyennes entreprises (Renneboog *et al.*, 2007).

⁵⁶ Ernst & Young, *op cit.*

Emergence des structures de placement alternatives

valeur peuvent aussi prévoir des investissements dans la recherche-développement (R-D), les nouvelles technologies et des acquisitions ou expansions de nature à accroître la valeur de la société à la vente, même si tous les avantages ne se manifesteront qu'à l'horizon de trois à cinq ans, soit la période correspondant à l'intervention des firmes de capital-investissement. Selon une étude, plus la notion de croissance est intégrée précocement dans le plan, meilleur sera le prix de vente final. Il convient en outre de ne pas oublier que l'une des raisons pour lesquelles une structure de capital-investissement achète une société auprès d'une autre structure de capital-investissement (revente) est de l'intégrer dans ses propres sociétés dans le cadre d'un plan de création de valeur⁵⁷. Cette pratique soulève d'ailleurs un certain nombre de préoccupations (voir ci-après).

120. Les apporteurs de capital-investissement prévoient généralement des incitations importantes liées aux résultats pour les dirigeants de la société acquise. Par exemple, les dirigeants se voient octroyer des incitations importantes sous forme de participations au capital, de possibilités de co-investissement et de primes s'ils atteignent des objectifs essentiels qui sont souvent assez différents des indicateurs financiers des sociétés cotées. Une étude a conclu que les hauts dirigeants détenaient habituellement 5-19 % du capital, mais qu'ils avaient aussi investi une partie importante de leur fortune personnelle pour obtenir une telle participation. D'autres études font état de participations encore plus importantes dans les moyennes capitalisations. Une autre encore a montré que ces dirigeants investissaient pas moins de un à deux ans de salaire dans l'entreprise (prenant ainsi un risque de dépréciation significatif), mais qu'ils pouvaient s'attendre à recevoir 8 à 12 fois le montant investi si la sortie se déroulait comme prévu (Meerkatt et Rose, 2006). Ceci veut dire que le fonds de capital-investissement, ses associés (en d'autres termes les investisseurs) et les dirigeants de la société supportent des risques d'appréciation et de dépréciation de sorte que leurs incitations sont mieux alignées.

121. Une autre composante essentielle du modèle de gouvernance réside dans la mise en place d'un conseil d'administration resserré. Normalement, le nombre d'administrateurs est ramené à six environ. En dehors de l'associé principal de la structure de capital-investissement qui reste étroitement lié à la direction de la société et qui dispose de ses propres analystes, les autres administrateurs sont des spécialistes dont la présence est jugée utile par la structure de capital-investissement pour appliquer sa stratégie. Les administrateurs bénéficient aussi d'incitations. En revanche, dans nombre de sociétés cotées, des administrateurs sans fonctions de direction sont souvent des directeurs généraux ou des directeurs financiers d'autres entreprises plutôt que des spécialistes désignés pour répondre à un besoin spécifique de la société, et ils ne reçoivent que peu d'incitations directes. On affirme aussi souvent qu'ils exigent plus rarement le remplacement du directeur général, ce que le conseil d'administration mis en place par une firme de capital-investissement évite.

122. Ce modèle de gouvernance présente quelques problèmes et difficultés concrètes ou potentielles. Plus précisément, il peut convenir à une société de 400-800 millions USD, mais est-il utile pour une société

⁵⁷ Les restructurations sectorielles sur fonds empruntés (leverage build-ups ou LBUs) passent par la formation d'un groupe de sociétés à partir d'une opération initiale de rachat par des cadres « maison » ou extérieurs qui sert de plate-forme d'investissement sur laquelle viennent se greffer une série d'acquisitions. Ces opérations se sont développées sous l'effet de la recherche par les firmes de capital-investissement de nouveaux moyens de rentabiliser leurs investissements par rachat d'entreprises. L'opération permettant de créer la plate-forme initiale doit normalement être suffisamment importante pour attirer des dirigeants dotés des compétences et de l'expérience nécessaire pour assurer la croissance d'une grande entreprise au moyen d'acquisitions. Ces opérations peuvent être intéressantes dans des secteurs fragmentés présentant de bonnes perspectives pour la demande. Les problèmes que peuvent poser ces opérations ont trait à l'identification, à l'achat et à l'intégration ultérieure de candidats convenables à une acquisition. Plusieurs firmes allemandes de capital-investissement ont appliqué cette stratégie depuis un certain nombre d'années en intégrant des sociétés moyennes d'ingénierie non cotées dans des groupes plus importants.

Emergence des structures de placement alternatives

de 30-40 milliards USD ? Cette question est importante car, pour les transactions de grande ampleur, les clubs de firmes de capital-investissement sont plus courants et, dans une certaine mesure, ils reproduisent les problèmes classiques de l'action collective que connaissent les actionnaires et les entreprises dans le modèle de la société cotée. De plus, les commissions de gestion dans les grandes opérations de capital-investissement peuvent prendre une telle ampleur qu'elles peuvent éroder l'efficacité d'un suivi attentif qu'assurerait un propriétaire ou un investisseur unique, suivi qu'on est en droit de considérer comme un élément essentiel pour le modèle de gouvernance du capital-investissement. Toutefois, ces formes de gouvernance sont apparues spontanément et il ne faut pas exclure qu'elles évoluent à l'avenir en réaction à l'apparition de problèmes. Les investisseurs dans de tels fonds sont avisés et ont leurs propres préoccupations et obligations. En conséquence, on peut penser que les conditions contractuelles de la relation de capital-investissement avec leurs investisseurs pourraient évoluer pour remédier aux éventuels problèmes posés par le modèle de gouvernance du capital-investissement pour les entreprises rachetées. On peut même dire que ces conditions sont déjà en train d'évoluer.

2 Le rôle de l'endettement dans la transaction

2.1 *Les banques et les nouveaux instruments financiers*

123. L'endettement de la société-cible et les structures d'incitation correspondantes sont une composante importante du modèle d'entreprise de capital-investissement pour les rachats suivis d'un retrait de la cote. Les banques de dépôts et d'investissement sont des bailleurs de fonds très actifs pour les structures de capital-investissement et perçoivent des commissions importantes au titre de leurs services⁵⁸. Généralement, les banques ne conservent pas longtemps ces prêts dans leurs livres de comptes. Selon une étude de la FSA, en moyenne, les banques distribuent 80 % de l'encours de leur engagement au titre de leurs principales transactions dans les 120 jours à compter de la finalisation de l'opération⁵⁹. Ces créances sont de plus en plus vendues à des établissements non bancaires (y compris des fonds d'arbitrage) sous forme d'obligations structurées adossées à des prêts bancaires ou d'obligations structurées adossées à des emprunts. Ces transactions soulèvent des questions sur la stabilité du marché des capitaux et sur le régime d'insolvabilité qui n'entrent pas dans le cadre de ce rapport.

124. Toutefois, la nature et l'ampleur de l'endettement ont des répercussions sur le gouvernement d'entreprise des sociétés rachetées. L'endettement est souvent censé imposer une discipline sur la direction de l'entreprise, non seulement de par la nature contractuelle des obligations de service de la dette et la menace de faillite, mais aussi du fait que les principaux créanciers peuvent aussi devenir des surveillants. Or, cela peut ne plus être vrai lorsque la dette se compose d'obligations structurées adossées à des prêts bancaires ou à des emprunts et dans des conditions où les droits des créanciers sont incertains et souvent non vérifiés. De plus, alors qu'auparavant les banques auraient refusé de prêter plus que ce que la société leur semblait pouvoir supporter, ce n'est manifestement plus le cas puisque l'exposition des banques est rapidement transmise à un groupe de créanciers plus diffus. Ces évolutions sur les marchés du crédit affectent également plus généralement le régime de gouvernement d'entreprise des sociétés cotées.

125. Des problèmes se posent parfois lorsqu'un membre d'un club se charge du volet « endettement » de la transaction. A moins que ce membre du club ne détienne un investissement significatif dans le fonds

⁵⁸ Une étude européenne a montré qu'en juin 2006, 70% des revenus tirés d'opérations de rachat financées par recours à l'emprunt provenaient des opérations de financement des entreprises et de commissions de conseil. BCE (2007).

⁵⁹ FSA (2006). Le même document relève aussi que 13 banques répondantes à une enquête présentaient en juin 2006 une exposition combinée à des rachats à effet de levier de 67.9 milliards EUR, soit une augmentation de 17 % par rapport à juin 2005.

Emergence des structures de placement alternatives

de capital-investissement, les incitations à réaliser lui-même la transaction afin de gagner des commissions au titre de l'apport d'un financement par l'emprunt risquent d'être plus grandes que les incitations à assurer que le fonds procède à des rachats susceptibles de dégager de la valeur à l'avenir. On ne sait pas combien de transactions rentrent dans cette catégorie, bien que quelques exemples récents aient retenu l'attention à cet égard. Naturellement, dans des opérations de fusion-acquisition classiques, les conseillers et les banquiers ont eux aussi des incitations analogues à boucler la transaction et à encaisser les commissions et elles n'ont pas d'autre intérêt dans la transaction que leur réputation.

2.2 *Traitement des créanciers et des autres parties prenantes*

126. Le chapitre IV des Principes de l'OCDE souligne que la compétitivité d'une société et, en dernier ressort, sa réussite, sont le résultat d'un travail d'équipe qui matérialise les contributions de ressources de diverses origines : investisseurs, créanciers, salariés ou encore fournisseurs. Par exemple, le Principe IV.A appelle au respect des droits des parties prenantes dont la loi prévoit la protection ou qui sont établis sur la base d'accords mutuels. Le Principe IV.B dispose que les parties prenantes doivent pouvoir obtenir la réparation effective de toute violation de leurs droits garantis par la loi. Le Principe IV.C prévoit le développement de mécanismes de participation des salariés qui sont de nature à améliorer les performances (par exemple participation des salariés aux procédures de gouvernement d'entreprise). Aux termes du Principe IV.F, « Le régime de gouvernement d'entreprise doit être complété par un dispositif efficace et efficient en matière de faillite et par la mise en oeuvre effective des droits des créanciers. »

127. L'évolution récente des rachats suivis d'un retrait de la cote indique que de nombreux obligataires ont été désavantagés lorsqu'une société a été retirée de la cote, la notation de la dette dans la catégorie investissement étant alors révisée en baisse puisque la nouvelle société est plus lourdement endettée⁶⁰. Les obligataires peuvent également subir une perte en capital due à la réduction de la liquidité des anciennes obligations. Une telle issue pourrait être évitée si les détenteurs d'obligations prêt avaient négocié des dispositions visant à prévoir cette éventualité, par exemple en interdisant aux sociétés de prendre part à des rachats à forte utilisation de l'effet de levier, mais de telles clauses de protection deviennent de moins en moins courantes⁶¹. En tout état de cause, une étude de l'Association of British Insurers a indiqué que dans nombre de juridictions, il peut être impossible de faire valoir de telles clauses⁶².

128. Certains se sont aussi alarmés de ce que, dans le contexte des restructurations qui ont lieu à la suite d'une opération de rachat suivie d'un retrait de la cote, les droits des salariés de la société acquise prévus par la loi ou par des accords mutuels puissent ne pas être respectés ou que des mécanismes mis en place antérieurement pour faciliter la participation des salariés au gouvernement d'entreprise subissent un impact négatif. On entend également dire que les relations industrielles et, partant, les mécanismes d'amélioration des performances, se détériorent (Thornton, 2007). Cela étant, une des rares études sur la

⁶⁰ Un autre problème pouvant être gênant s'est posé avec les dérivés de crédit. Dans certaines transactions, le consortium de capital-investissement a remboursé certaines obligations afin de restructurer la dette et de profiter de la faiblesse des taux d'intérêt. Cela a abouti à des « obligations orphelines » : des dérivés de crédit représentant un grand nombre de fois le montant de l'émission initiale sont devenues orphelines avec la disparition du titre support, ce qui peut être un facteur d'instabilité du marché. Toutefois, ce problème vaut pour tout émetteur d'obligations et non pas uniquement les structures de capital-investissement.

⁶¹ En 2006, des obligataires de la British Airports Authority ont demandé une clause destinée à couvrir l'éventualité d'un rachat et d'un retrait de la cote par une société très endettée.

⁶² ABI/BVI Bondholders' Dialogue (2006).

Emergence des structures de placement alternatives

question qui couvre à la fois le Royaume-Uni et les Pays-Bas sur la période 1994-1997 indique que bien que l'implication des syndicats dans les négociations collectives diminue immédiatement après un rachat, dans les deux pays, elle retrouve son niveau original au fil du temps (Bruining et al, 2005). La même étude note également des changements d'ampleur dans les systèmes de rémunération et dans la manière dont la société est gérée et en conclut que les rachats ont une influence positive sur les relations avec les salariés. Le problème potentiel de telles études est qu'elles ne peuvent que recenser les modifications observées par les dirigeants et que les réactions des salariés au départ peuvent être très différentes plus tard, sous le « règne » du capital-investissement, dans la mesure où les salariés ont pu changer.

129. Les droits des salariés établis par des accords mutuels peuvent également poser des problèmes en cas d'opération de rachat suivie d'un retrait de la cote, car ils font par essence l'objet de négociations permanentes. Les droits acquis recouvrent souvent des dispositions convenues en matière de couverture santé et de retraite ainsi que des mécanismes d'amélioration des performances. Les problèmes sont souvent complexes, en particulier dans le cas où une société en difficulté financière est rachetée par un apporteur de capital-investissement en vue d'être restructurée. Les employés sont alors confrontés à un dilemme : renégocier les accords en matière de santé et de retraite ou forcer l'entreprise à déposer son bilan dans l'espoir que leurs droits seront protégés. A l'évidence, l'issue dépend beaucoup des spécificités du pays concerné, en particulier du régime des faillites. Dans certains pays, des mécanismes d'amélioration des performances sont inscrits dans le droit du travail ou le droit des sociétés et en conséquence, comme les autres droits établis par la loi, ils ne sont pas modifiés, même en cas de changement d'actionnaire.

3 Rachats, éviction des actionnaires minoritaires, conflits d'intérêts et parties liées

3.1 *Processus de rachat*

130. Le Principe II.F plaide pour un marché transparent du contrôle des sociétés et le Principe VI.A prévoit que les administrateurs doivent agir en toute connaissance de cause, de bonne foi, avec toute la diligence et le soin requis et dans l'intérêt de la société et de ses actionnaires. Le Principe VI.B prévoit que, lorsque ses décisions peuvent affecter de manière variable les différentes catégories d'actionnaires, le conseil d'administration doit veiller à traiter équitablement tous les actionnaires. Le Principe VI.C demande plus généralement aux conseils d'administration de tenir compte des intérêts des parties prenantes. Ces Principes sont mis au banc d'essai sur le marché des fusions-acquisitions, les rachats en régime de capital-investissement soulevant des problèmes spécifiques.

131. Par exemple, comme bon nombre d'autres acquéreurs potentiels, les structures de capital-investissement cherchent souvent à améliorer leurs chances de succès lors de la négociation d'un rachat suivi d'un retrait de la cote en obtenant de parties prenantes importantes des engagements irrévocables d'accepter le prix proposé par la structure de capital-investissement avant que l'offre ne soit rendue publique. Or, obtenir de tels engagements constitue un signal vis-à-vis des autres parties prenantes indiquant que l'opération est une bonne affaire. L'annonce d'engagements irrévocables importants peut aussi dissuader d'autres soumissionnaires potentiels d'entrer dans la compétition. L'engagement initial fait en sorte que, sauf surenchère, l'accord de vente des actions devient contraignant.

Emergence des structures de placement alternatives

132. La question du régime juridique constitue un déterminant important des comportements. Ainsi, le Code britannique des OPA impose la divulgation de l'intégralité des conditions de tout engagement irrévocable et la signature d'un tel engagement confère à la contrepartie de l'accord le statut d'initié dans le cadre de l'offre. Peut-être en raison de l'actionnariat plus large des grandes entreprises, les engagements irrévocables sont surtout utilisés dans le cas de petites sociétés ne comptant que quelques grands actionnaires. À cet égard, une étude a indiqué que des engagements non contraignants sont plus courants pour les grandes entreprises⁶³.

133. Nombre de pratiques en cours aux États-Unis ne sont pas transposables dans d'autres juridictions dans lesquelles la réglementation en général ne permet pas le lancement d'offres publiques sans un engagement de financement intégral et sans respecter des conditions extrêmement restrictives. Par exemple, dans certaines juridictions, une offre ne peut pas être lancée si les conditions de l'opération prévoient une clause de « prospection » permettant au conseil d'administration et à la direction de la société cible de rechercher une meilleure offre durant un certain temps. Aux États-Unis, de telles conditions sont importantes. Selon une étude portant sur des transactions récentes, les clauses de « prospection » apparaissent dans 24 % des transactions et ces clauses apaisent les craintes des actionnaires que la société ne soit bradée. Toutefois, dans leur grande majorité, ces transactions ont permis aux conseils d'administration de modifier leur recommandation uniquement en raison de la réception d'une proposition supérieure (Weil Gotshal, 2007).

134. Bien que les grandes opérations de rachat avec retrait de la cote soient désormais plus courantes sur le marché européen, les règles relatives au traitement des actionnaires minoritaires continuent de présenter des disparités marquées selon les pays de la région ainsi qu'entre l'Europe et l'Amérique du Nord. Par exemple, au Royaume-Uni, en Irlande, en Norvège et en Suède, les règles relatives à l'éviction des intérêts minoritaires permettent de retirer facilement une société de la cote si l'acquéreur obtient 90 % du capital de la société cible. En Irlande, le seuil est inférieur, à 80 % seulement. La loi autrichienne sur les OPA fixe un niveau minimum d'acceptation, tandis que la France, l'Allemagne, les Pays-Bas et la Belgique le fixent à 95 %. La loi italienne complique la réalisation d'un rachat suivi d'un retrait de la cote, parce que l'acquéreur doit obtenir 98 % des actions avant qu'un achat obligatoire puisse intervenir. Au Danemark et en Finlande, une bourse des valeurs ne retire pas une société de la cote tant que l'acquéreur ne détient pas 100 % des actions. En Espagne, il est difficile de contraindre des actionnaires minoritaires à se retirer et l'absence de procédure d'éviction a limité le nombre de rachats suivis d'un retrait de la cote.

135. Un autre problème s'est posé à propos de la formation de clubs de fonds de capital-investissement en vue de répartir le risque inhérent à de grosses transactions. On a pu craindre en effet que certains clubs ne s'entendent pour maintenir un faible prix de l'action lors d'une OPA en limitant les soumissions. Cela étant, la concurrence d'autres acquéreurs potentiels reste significative dans le secteur. Une récente opération de grande envergure, portant sur une valeur de quelque 39 milliards USD (Equity Office) a été contestée jusqu'à la fin par une société du secteur (et ses soutiens privés). Par ailleurs, certains vendeurs de sociétés comme GE définissent les conditions de l'enchère et peuvent rejeter toute tentative de limiter les soumissions. Enfin, comme on l'a dit au chapitre III, les fonds d'arbitrage activistes ne se font pas faute de critiquer publiquement les transactions (et de solliciter d'autres offres) lorsqu'ils estiment que les sociétés dans lesquelles ils ont investi ne maximalisent pas leur valeur. Cependant, comme on le verra plus en détail ci-après, les opérations de rachat suivi d'un retrait de la cote vont de pair avec

⁶³ Un engagement non contraignant ne devient contraignant que si aucune offre concurrente supérieure n'est formulée. L'éventail des engagements intermédiaires allait d'un prix de l'offre supérieur de 2 à 10 % à l'offre initiale (Weil Gotshal, 2007).

Emergence des structures de placement alternatives

d'autres problèmes, notamment les conflits d'intérêts concernant, entre autres, les dirigeants des sociétés-cibles.

3.2 *Conflits d'intérêts et parties liées*

136. La force du capital-investissement tient à la façon dont il conserve et motive la direction existante à l'issue d'un rachat. Toutefois, des problèmes importants peuvent se poser si la direction et les administrateurs en place contribuent pour une part importante à définir les conditions de la transaction et à la recommander. Ces problèmes peuvent être particulièrement aigus lorsque la direction et le conseil d'administration en place ont un intérêt financier dans la réussite de la transaction (à savoir s'ils vont rester dans la société après le rachat et recevoir une participation à son capital). Par exemple, dans le cadre de sa proposition de rachat avec retrait de la cote de Qantas, le groupe de capital-investissement a exprimé son intention de conserver la direction en place et de lui attribuer une participation au capital de l'entreprise. Comme cela plaçait l'équipe dirigeante en situation de conflit d'intérêts, la présidente indépendante du conseil d'administration a décidé de contrôler tous les aspects de la négociation et de restreindre le rôle de la direction, exigeant même qu'un conseiller devant lui rendre compte assiste à toutes les réunions concernant le club de capital-investissement et la direction en place.

137. Dans certains pays, les lois, les codes de gouvernement d'entreprise et les normes établies de comportement des conseils d'administration et des directions dans les opérations avec des parties liées ou des soumissions d'initiés imposent ou recommandent parfois au conseil d'administration de se doter d'un sous-comité indépendant pour superviser le processus de négociation de l'opération. Dans certaines juridictions, la communication d'informations plus complètes (y compris d'éventuelles évaluations indépendantes) est exigée lorsque des parties liées participent à un rachat. Par exemple, en Australie ou au Royaume-Uni, des commissions des OPA ou Takeover Panels exigent également la communication d'un volume important d'informations, notamment les plans d'entreprise et les conditions d'achat, de la part des soumissionnaires. Des précisions sur un éventuel traitement favorable des directions et des conseils d'administration entrent dans le cadre de la documentation exigée. Certains pays peuvent aussi exiger l'approbation du projet de transaction par une majorité (voire par une majorité qualifiée) d'actionnaires désintéressés.

138. Néanmoins, en ce qui concerne les cinquante grandes opérations de rachat suivi d'un retrait de la cote à l'initiative d'une structure de capital-investissement aux États-Unis d'octobre 2005 à décembre 2006, 34 % des conseils d'administration des sociétés cibles ne s'étaient pas dotés d'un comité indépendant chargé d'évaluer, de négocier et d'approuver le projet de transaction. C'est un aspect important car les administrateurs et les dirigeants peuvent souvent avoir des relations avec le groupe acquéreur et convenir de prendre une participation et des postes dans la nouvelle entité. L'auteur de la même étude avertit que « l'initiateur de l'opération de capital-investissement doit rester conscient que dans une opération de rachat suivi d'un retrait de la cote, on « achète » normalement des litiges en même temps que la société. En conséquence, les initiateurs d'opérations de capital-investissement ont tout intérêt à ce que la cible suive un processus défendable lorsqu'elle vend la société, de façon à réduire le prix de règlement d'un éventuel litige » (Weil Gotshal, 2007)⁶⁴. Dans la même étude, l'auteur observe aussi que

⁶⁴ A cet égard, il est important de noter que la Court of Chancery (« tribunal jugeant en équité ») du Delaware est en train de constituer un corpus de jurisprudence en la matière. Dans une décision récente (Topps), le Vice Chancelier Shrine a déclaré que les opérations de retrait de la cote soulevaient des questions à propos de la manière d'aborder les conflits d'intérêts potentiels et de mettre en balance la certitude de conclure une opération avec la volonté de mettre les prix en concurrence dans une dynamique de marché très différente. En mars, il a fait repousser un vote d'actionnaires dont l'objet était de faire approuver le rachat pour 155 millions USD du fournisseur de logiciels pour les entreprises Netsmart Technologies jusqu'à ce que la société ait communiqué davantage d'informations sur les

Emergence des structures de placement alternatives

seule une petite minorité de transactions avait donné lieu à une demande de procédures de vote spéciales de la part du comité compétent pour faire en sorte que des gros actionnaires de la cible participant à l'opérations ne puissent pas restreindre la capacité des autres détenteurs d'actions cotées à approuver ou rejeter la transaction⁶⁵.

139. Un autre aspect du processus d'OPA qui s'applique à l'ensemble des fusions-acquisitions et non pas uniquement aux rachats suivis d'un retrait de la cote, concerne les mécanismes existants d'incitation destinés aux directions et aux conseils d'administration. On a parfois affirmé que l'existence d'options qui peuvent être exercées en cas de réussite d'une OPA, incite les conseils d'administration et les dirigeants à accepter des opérations de rachat et à « jeter l'éponge ». Cela serait contraire à l'esprit du Principe VI.A qui définit les devoirs du conseil d'administration vis-à-vis de la société comme de ses actionnaires. Il convient en outre d'ajouter que des investisseurs comme les fonds de pension ou les fonds communs de placement, qui sont ceux qui sont en dernier ressort responsables de l'approbation d'une transaction, risquent aussi d'être soumis à de tels mécanismes d'incitation (à savoir garantir une plus-value immédiate). Au moment de la rédaction de ce rapport, le Secrétariat ne disposait d'aucun élément étayant ces affirmations.

4 Les sorties des structures de capital-investissement

140. Des pressions importantes poussent les structures de capital-investissement à atteindre leurs objectifs de rendement et donc à travailler à une sortie en temps opportun de leur investissement. Les sorties se font à un rythme d'environ 300 par an au Royaume-Uni et de 200 par an sur le continent européen. Toutefois, avec le gonflement récent du nombre d'opérations, certains observateurs redoutent une surabondance des sorties à un horizon de 4-6 ans.

141. Les formes habituelles de sortie sont les ventes industrielles (à savoir les ventes à des sociétés non financières), les introductions en bourse, les rachats sur le marché secondaire du capital-investissement et la faillite ou le redressement judiciaire. La popularité de ces différents types de sortie dépend des conditions économiques du moment et elle a évolué ces 15 dernières années. Jusqu'à une époque récente, les ventes industrielles étaient la forme la plus courante de sortie, sauf au début des années 90 lorsque la récession a entraîné des mises en redressement judiciaires. Les introductions en bourse ont souvent été retenues vers la fin des années 80 lorsque les marchés boursiers affichaient une assez bonne santé, mais elles ont perdu de leur popularité depuis lors et ne constituent toujours pas la voie privilégiée pour se désengager au Royaume-Uni et en Europe. Elles sont en revanche plus importantes en Amérique du Nord. En 2006, 42 % des introductions en bourse aux États-Unis sont allées de pair avec des sorties d'opérations de capital-investissement, ce qui est un peu en retrait par rapport à l'année précédente en raison de rachats sur le marché secondaire (à savoir des ventes à d'autres fonds de capital-investissement)⁶⁶. Actuellement, les possibilités de ventes industrielles s'accroissent de nouveau et les conditions des introductions en bourse sont devenues plus favorables, ce qui a permis d'apaiser les craintes des investisseurs institutionnels quant au recyclage des capitaux (rachats sur le marché secondaire) qui s'était manifesté ces dernières années.

prévisions de flux de trésorerie futurs et sur les raisons pour lesquelles son conseil d'administration ne recherchait pas des acquéreurs stratégiques.

⁶⁵ Ces procédures pouvaient prévoir une augmentation du nombre de voix nécessaire pour l'approbation du projet par les actionnaires, l'annulation des « super » droits de vote d'une certaine catégorie d'actions détenues par des initiés et l'exigence que la transaction soit approuvée par la majorité des actionnaires minoritaires.

⁶⁶ Voir l'annexe I pour plus de précisions.

Emergence des structures de placement alternatives

142. Les rachats sur le marché secondaire du capital-investissement ont gagné en importance depuis 1995 environ. Ils représentent actuellement près d'un tiers de l'ensemble des sorties au Royaume-Uni et la principale voie de désengagement en Europe. Aux États-Unis, une source estime que ces rachats sur le marché secondaire sont passés de 15 % des opérations en 2003 à 23 % en 2004⁶⁷. Dans une telle opération, un premier rachat est refinancé avec une recomposition de l'actionnariat, y compris normalement un nouveau groupe d'apporteurs de capital-investissement tandis que les apporteurs de financement initiaux et éventuellement une partie de la direction se retirent. De telles opérations représentent une forte proportion de la valeur des marchés britannique et européen. De plus, ces marchés des rachats parvenant à maturité, il semble y avoir de plus en plus des transactions correspondant à un troisième ou une quatrième opération sur le marché (Annexe I). Fin 2006, 16 sociétés britanniques (20 dans le reste de l'Europe) avaient fait l'objet d'au moins trois rachats. Ces opérations tendent à correspondre à des transactions de taille moyenne qui génèrent de la trésorerie dans des secteurs parvenus à maturité, comme le commerce de détail, et pour lesquelles il est facile de faire de nouveau jouer l'effet de levier. La multiplication des grosses opérations de rachat sur le marché secondaire, comme la récente vente de United Biscuits par un consortium allant de Cinven à Blackstone Group pour un montant de 1.6 milliard GBP ou la vente de la société allemande Brenntag par Bain Capital à BC Partners pour la somme de 3.5 milliards EUR, apportent une liquidité bienvenue au marché des rachats à un moment où il est devenu difficile d'emprunter les autres voies de sortie. On dispose d'observations ponctuelles sur les effets de ces rachats sur le marché secondaire du capital-investissement (Robbie et Wright, 1990), et Nikoskelainen et Wright (2007) apportent des premiers éléments montrant que les rendements à la sortie lors de rachats sur le marché secondaire sont moindres que dans le cas des introductions en bourse et des ventes industrielles (voir plus loin).

143. Les changements intervenant dans l'actionnariat, la direction et le financement qui se produisent chaque fois peuvent permettre aux sociétés rachetées de parvenir à une nouvelle forme organisationnelle de long terme, comme l'affirme Jensen (1993). Toutefois, ces transactions posent des problèmes importants, gênants et non résolus touchant à l'évaluation des performances. En particulier, si les apporteurs initiaux de capital-investissement avaient été efficaces, quelles seraient les chances d'obtenir des améliorations supplémentaires des performances ?

144. Les difficultés financières et le redressement judiciaire représentent l'aspect négatif des sorties. Au Royaume-Uni, le taux de faillite d'entreprises rachetées dans la première moitié des années 90 atteignait quelque 12 % en septembre 2005. Toutefois, la grande majorité des redressements judiciaires concerne des petites entreprises. Selon les données de CMBOR (voir l'annexe I) quelque 94 % des redressements judiciaires concernaient des rachats dont la valeur initiale n'atteignait pas 20 millions GBP.

145. Les formes traditionnelles de sortie étant devenues plus difficiles, les refinancements et les ventes partielles se sont multipliés car ils permettent aux structures de capital-investissement de récupérer une partie des sommes investies tout en conservant le contrôle des sociétés figurant dans leur portefeuille. Une sortie par refinancement peut consister pour la structure de capital-investissement à obtenir de l'entreprise qu'elle emprunte plus, puis à l'amener à ce qu'elle lui verse des dividendes exceptionnels sur les fonds empruntés. Les fonds servent ensuite normalement à rembourser la dette du fonds de capital-investissement. Autre solution, l'opération peut passer par une cession-bail d'actifs à un tiers, le produit de la vente étant transféré à la structure de capital-investissement sous forme de dividendes. Au Royaume-Uni, par exemple, le total des refinancements en 2005 a représenté un tiers de la valeur totale réalisée, contre un peu moins d'un dixième en 1997 (CMBOR, 2006). Entre 55 et 90 opérations de recapitalisation par an ont été enregistrées récemment au Royaume-Uni. La valeur totale récupérée lors de ces

⁶⁷ McKinsey & Company (2005). Cela étant, ce chiffre semble plutôt correspondre à un maximum en raison de la valeur élevée des opérations prises en compte dans l'échantillon.

Emergence des structures de placement alternatives

recapitalisations a été en 2005 de 19 milliards EUR, ce qui constitue un complément important aux 33 milliards EUR obtenus à l'occasion de sorties intégrales. En Europe continentale, les refinancements ont aussi représenté à peine plus d'un tiers de la valeur totale des sorties en 2005. Les ventes partielles ont représenté moins de 5 % du total en 2005. L'effet de ces formes de sortie sur le rendement des opérations de capital-investissement n'a pas encore été analysé.

146. Le refinancement (également connu sous le nom de recapitalisation à effet de levier) est très controversé dans certains pays. Par exemple, certains syndicats craignent que le versement de dividendes exceptionnels prélevés notamment sur les réserves de trésorerie de la société ou financés par des emprunts ne fragilise l'emploi. La réaction de l'opinion a été particulièrement marquée dans les pays où il existe des normes minimums de fonds propres à titre de protection contre les cas d'insolvabilité plutôt qu'un régime de maintien artificiel d'une activité comme c'est le cas dans de nombreux autres pays. Ces réactions sont aussi exacerbées dans des pays ayant une aversion pour ce qui passe pour une consommation de capital, aversion que l'on retrouve aussi dans des normes comptables très prudentes. En revanche, les rachats d'actions sont courants et une éventuelle recapitalisation qui affaiblirait excessivement une entreprise jusqu'à la mettre en cessation de paiements engagerait normalement la responsabilité des propriétaires de l'entreprise.

v. Évaluation de l'Impact des investisseurs alternatifs sur les sociétés et leurs actionnaires

147. Dans les chapitres précédent, on a passé en revue ce que l'on sait généralement de la structure et des comportements des fonds d'arbitrage activistes et des structures de capital-investissement qui interviennent dans des rachats suivis d'un retrait de la cote. Pour ce faire, les auteurs se sont appuyés sur des études qualitatives et ont fait largement appel à des exemples. Toutefois, on ne peut répondre aux questions soulevées et se faire une opinion qu'après avoir traité certains aspects empiriques. Le présent chapitre sera donc consacré aux travaux empiriques existants. En ce qui concerne les opérations de capital-investissement, même si les publications concernant les rachats abondent, elles ont souvent trait aux années 80 et aux États-Unis et ne sont donc peut-être pas pertinentes pour les modèles plus récents de retrait de la cote. De plus, il semble aussi y avoir des différences marquées entre les pays, liées au droit des sociétés et des faillites ainsi qu'au régime de propriété. Une bonne partie des publications est en outre centrée sur les rachats d'entreprises par des cadres, y compris des petites transactions, et non pas sur les rachats suivis d'un retrait de la cote, formule qui fait l'objet du présent rapport. Ce tour d'horizon s'attachera donc aux études plus récentes et dans toute la mesure du possible aux rachats suivis d'un retrait de la cote.

148. Il n'y a encore que trop peu d'études empiriques consacrées aux fonds d'arbitrage activistes. Il existe un vaste corpus de publications sur l'impact des investisseurs institutionnels qui remonte aux années 90, mais ces études sont vraiment d'un intérêt limité compte tenu de la stratégie ciblée des fonds d'arbitrage.

1 Capital-investissement : qu'advient-il des sociétés et des investisseurs ?

149. Dans l'annexe 1, la littérature fondée sur des données factuelles consacrée au capital-investissement est brièvement passé en revue et cette partie du rapport s'appuie en grande partie sur leurs observations. Dans l'ensemble, les études factuelles soulignent l'énorme hétérogénéité des sociétés concernées par des rachats à effet de levier ou des rachats par des cadres et cela vaut sans doute aussi pour les opérations suivies d'un retrait de la cote. De plus, les études mettent en relief les différences entre les pays quant aux caractéristiques des sociétés-cibles et les effets qui en résultent. De toute évidence, des

Emergence des structures de placement alternatives

différences de mécanismes institutionnels et pas simplement de traitement fiscal interviennent dans ce domaine. Il convient d'examiner sept questions essentielles.

1.1 *Quelles catégories de sociétés sont rachetées puis retirées de la cote ?*

150. Si la simple interprétation de l'hypothèse des flux de trésorerie disponibles ne semble pas très utile, une approche plus nuancée permet de mieux expliquer la réalité. Ainsi, plusieurs études américaines des années 90 observent que les rachats à effet de levier sont plus susceptibles de ne présenter les caractéristiques combinées d'un faible Q de Tobin (une faible valorisation sur le marché par rapport à la valeur de remplacement ou la valeur comptable) et d'une trésorerie abondante que les entreprises restant inscrites à la cote. À propos du Royaume-Uni, Weir et Wright (2007) constatent qu'avant leur rachat, les entreprises faisant l'objet d'un rachat suivi d'un retrait de la cote observaient des normes un peu moins bonnes de gouvernement d'entreprise et présentaient des valorisations plus faibles et des participations au capital plus importantes des administrateurs que dans le cas d'acquisitions traditionnelles de sociétés, ce qui indique que certaines informations y sont uniquement entre les mains de la direction. La modification des structures de gouvernement d'entreprise par un rachat suivi d'un retrait de la cote devrait donc libérer cette valeur et est donc conforme à l'hypothèse de Jensen.

151. Une motivation inverse a aussi été évoquée comme la raison d'un rachat suivi d'un retrait de la cote, mais les observations divergent entre le Royaume-Uni et les États-Unis. Ces divergences traduisent des approches différentes des faillites et des restructurations. Sudarsanam *et al.* (2007) constatent que, sur leur échantillon de 199 rachats suivis d'un retrait de la cote au Royaume-Uni réalisés de 1997 à 2005, 20 entreprises présentaient un risque élevé de défaillance. Prenant en compte tous les autres facteurs, ils concluent également que les sociétés rachetées et retirées de la cote affichaient une probabilité de défaillance sensiblement plus élevée avant leur rachat que d'autres sociétés non rachetées. En revanche, aux États-Unis, les tensions financières semblent dissuader les rachats suivis d'un retrait de la cote.

1.2 *Quels rendements pour les actionnaires ?*

152. Les publications plus anciennes couvrant les États-Unis faisaient état d'un gain anormal pour les actionnaires de l'ordre de 40 %, avec des avantages fiscaux au début des années 80 qui représentaient quelque 21-72 % de la prime. Une étude récente portant sur la période 1997-2003 au Royaume-Uni indique que des primes importantes ont aussi été enregistrées durant la vague plus récente de rachats. Renneboog *et al.* (2007) ont enquêté sur les sources de ces plus-values attendues. Ils mettent en évidence un certain nombre de causes possibles : avantages fiscaux, réalignement des incitations, motifs liés au contrôle, réduction des flux de trésorerie disponibles, moyens de défense contre les OPA, sous-valorisation et transferts de richesse. Au Royaume-Uni, les principales sources semblent être la sous-valorisation de la société cible avant la transaction, les avantages fiscaux et le réalignement des incitations. Une autre étude confirme les effets de la sous-valorisation, attribuant ce phénomène au nombre important de rachats suivis d'un retrait de la cote réalisés lorsque le fondateur de l'entreprise avait conservé une participation importante au capital. Certains éléments tendent par ailleurs à montrer que les créanciers avant la transaction subissent une perte de richesse, alors que ceux qui sont couverts par des clauses de protection enregistrent au contraire un gain.

1.3 *Quels rendements pour les investisseurs du fonds de capital-investissement ?*

153. Selon une étude récente portant sur un échantillon de 199 opérations de rachat réalisées aux États-Unis de 1984 à 2004, on observe un alpha positif et statistiquement significatif⁶⁸ dans le cas des rachats par rapport à des investissements également risqués à effet de levier dans des sociétés de l'indice S&P 500 (Groh et Gottschalg, 2006). Si l'on prend en considération l'ensemble du paysage des transactions de capital-investissement, on perçoit la présence de risques d'un niveau important. Les auteurs constatent que les investisseurs choisissent des transactions dans des secteurs d'activité présentant peu de risques opérationnels tout en parvenant à financer leurs investissements par l'emprunt et à transférer les risques aux bailleurs de fonds. Faisant une distinction entre associés-gérants (gestionnaires des fonds) et commanditaires (détenteurs de parts des fonds) et sans correction des risques, Kaplan et Schoar (2003) constatent que sur la période 1980-1997, le rendement moyen des fonds en termes nets des commissions équivalait à peu près à celui d'un placement en actions de l'indice S&P 500, mais avec des différences considérables et persistantes selon les fonds gérés par différentes firmes de capital-investissement. Cela tend à montrer que ce sont les associés des structures de capital-investissement qui, en moyenne, ont capté les rentes à leur profit. Cela pose la question de savoir ce qu'il en est des investisseurs. Toutefois, il existe une différence importante entre les gérants affichant les meilleures et les plus mauvaises performances, sans qu'il y ait de différences importantes de commissions, de sorte que les rendements sont élevés pour certains investisseurs. C'est un signe d'existence d'un marché des capitaux à la fois efficient et dynamique.

154. Une autre étude adopte une approche plus large des rendements pour les investisseurs en examinant le retour sur la valeur d'entreprise, mesuré par un taux d'actualisation du taux de rendement interne (TRI) qui ramène la valeur actualisée d'une série de flux de trésorerie à zéro. (Nikoskelainen et Wright, 2007). Le TRI diffère du rendement des capitaux propres que l'on étudie souvent. De fait, la corrélation entre les deux concepts n'est que de 0.62. Le TRI est corrigé des mouvements du marché de façon à pouvoir isoler l'élément d'accroissement de la valeur de l'opération de capital-investissement. Les auteurs de cette étude se sont aussi penchés sur le rôle du gouvernement d'entreprise dans l'amélioration des rendements réels des opérations de rachat ayant donné lieu à une sortie du capital-investissement et ce, du point de vue de l'investisseur. Les auteurs font état d'un rendement moyen (médian) de 22.2 % (-5.3 %), en termes nets des rendements des indices boursiers, sur la base d'un échantillon de 321 rachats ayant donné lieu à une sortie des investisseurs au Royaume-Uni de 1995 à 2004. Le rendement des capitaux propres, élément moteur pour les investisseurs a été de 70.5 % (médiane -17.8 %) ce qui indique que les rendements pour l'investisseur et la société cible de façon générale ont évolué dans le même sens et non pas aux dépens l'un de l'autre. La valeur médiane négative illustre le risque encouru dans ces investissements. Les rendements des sorties par introduction en bourse sont sensiblement supérieurs à ceux des ventes industrielles et des rachats sur le marché secondaire du capital-investissement, même si ces deux dernières techniques affichent des rendements positifs. Le chiffre global a été réduit par la présence dans l'échantillon d'un certain nombre de sociétés en redressement judiciaire.

⁶⁸ L'alpha représente la différence entre le rendement obtenu sur un investissement spécifique et les rendements obtenus en général. Cette mesure peut être ajustée en fonction de risques. Pour des informations plus détaillées dans le contexte global des fonds d'arbitrage, voir Bernstein (2006).

Emergence des structures de placement alternatives

155. Dans le modèle du capital-investissement, les créanciers sont aussi d'importants investisseurs et un certain nombre d'études ont examiné leurs rendements. Toutefois, au vu de l'évolution rapide des marchés du crédit évoquée dans la section précédente, il convient de replacer les travaux empiriques dans leur contexte. Le rendement pour les créanciers mérite qu'on s'y intéresse lorsqu'une opération de capital-investissement tourne mal. Les régimes applicables en la matière varient cependant selon les contextes institutionnels. Aux États-Unis, les coûts semblent faibles si l'entreprise est très endettée. Cela indique que l'endettement réduit les problèmes de coordination des créanciers, à tout le moins jusque vers 1995. Une question importante pour les chercheurs aura été de savoir si un endettement élevé va de pair avec un échec du rachat. Aucune relation claire n'est apparue à cet égard, bien que les rachats suivis d'un retrait de la cote commençant avec une forte probabilité de défaillance ont sans doute eu plus tendance à faire effectivement défaillance.

156. Comme indiqué plus haut, on dispose de moins de données factuelles sur l'impact que les rachats suivis d'un retrait de la cote effectués par des firmes de capital-investissement ont, dans le contexte actuel, sur d'autres parties prenantes, les salariés par exemple. On espère qu'en la matière, des études ciblées, systématiques et portant sur plusieurs pays seront publiées dans un futur proche.

1.4 Quels sont les facteurs de rendement pour le capital-investissement dans les transactions ?

157. Les caractéristiques des fonds sont importantes pour les rendements. Par exemple, les fonds plus établis affichent des rendements plus élevés (voir aussi Kaplan et Schoar (2005) pour des éléments cohérents fondés sur un échantillon uniquement américain). Les fonds qui investissent dans un nombre plus réduit de projets par gérant dégagent des rendements supérieurs. Cette observation est conforme à d'autres travaux évoqués dans les sections précédentes qui montrent qu'une taille plus réduite du portefeuille par gérant implique un meilleur filtrage et une plus forte valeur ajoutée apportée par l'investisseur à la cible, notamment à travers une stratégie et un suivi attentif des progrès vers la réalisation des objectifs stratégiques (Kanniainen et Keuschnigg, 2003, 2004; Schmidt, 2006; Cumming, 2006). Cela implique que le talent de l'associé est rare, de sorte qu'on peut penser que l'augmentation rapide du nombre de transactions à laquelle on a assisté récemment s'accompagne de rendements décroissants.

158. Les effets des mécanismes de surveillance introduits à l'occasion des rachats se manifestent si l'on compare entre les différentes formes d'organisation. Par exemple, les recapitalisations à effet de levier, qui substituent simplement des capitaux d'emprunts aux capitaux propres de sociétés cotées, se sont avérées accroître la valeur pour l'actionnaire (Denis et Denis, 1992). Elles ne semblent en revanche pas avoir le même impact sur les performances que les rachats à effet de levier qui impliquent une détention du capital par les dirigeants et une intervention institutionnelle (Denis, 1994). Thompson *et al* (1992b) constatent que la participation au capital de l'équipe de direction a eu de loin l'impact le plus important sur les performances relatives dans les rachats par les cadres au Royaume-Uni. De même, Phan et Hill (1995) observent que les participations au capital des dirigeants ont eu un effet beaucoup plus sensible sur les performances que les niveaux d'endettement sur des périodes de trois à cinq ans après le rachat.

Emergence des structures de placement alternatives

159. Selon Nikoskelainen et Wright (2007) il est essentiel de trouver un équilibre entre les mécanismes imbriqués de gouvernement d'entreprise au niveau de la société (y compris l'endettement, la syndication et la détention du capital par les dirigeants) pour apporter une valeur supplémentaire dans le cadre de rachats (à la fois une valeur économique et un rendement des capitaux propres). L'importance de ces mécanismes pour l'amélioration des rendements dépend du contexte et notamment de la taille de l'opération. Les auteurs montrent aussi que les caractéristiques du rendement et la probabilité d'un rendement positif sont principalement liés à la taille de la cible du rachat et des acquisitions effectuées durant la période de contrôle de la société. En outre, ils constatent aussi que les caractéristiques du rendement sont différentes selon que l'on est en présence de rachats à l'initiative de cadres internes ou de cadres externes. Pour les rachats de taille moyenne, le ratio d'endettement et la couverture de la dette sont positivement corrélés à l'augmentation de valeur, mais curieusement pas au rendement des capitaux propres. Pour les grosses opérations de rachat, le rendement des capitaux propres présente une relation négative avec le recours à l'emprunt, ce qui est contraire à l'idée que l'endettement doit aboutir à un rendement des capitaux propres proportionnellement supérieur lorsque la valeur de l'entreprise augmente. Contrairement aux conclusions des études américaines, ils ne trouvent pas d'éléments permettant de conclure que le facteur de discipline que constitue l'endettement aboutit à une amélioration de la marge d'exploitation. Comme d'autres études, ils observent que les améliorations de l'exploitation, aussi bien en termes de chiffre d'affaires que de marge d'exploitation, ne sont pas liées à des cessions d'actifs ou des acquisitions, mais sont plutôt de caractère organique (par exemple, le système de gouvernement d'entreprise et la qualité de la direction).

160. À l'heure où les clubs de capital-investissement gagnent en importance, il convient de noter que l'étude que l'on vient de mentionner constate l'existence d'une relation significative entre le nombre de participants au consortium et le changement de la valeur de l'entreprise. Pour les opérations de rachat de moyenne envergure, les consortiums comportant plus de participants semblent présenter une relation positive avec l'augmentation de la valeur. En revanche, dans le cas de grosses opérations, il semble y avoir des problèmes de surveillance et des difficultés à prendre des décisions de sortie ou encore à identifier une nécessité et une volonté simultanées de réalisation de l'investissement.

1.5 Comment évoluent les mesures de la rentabilité et des flux de trésorerie ?

161. La grande majorité des opérations de rachat (principalement par des cadres) donnent lieu à une nette amélioration de la rentabilité et de la gestion du fonds de roulement. Des manipulations de bénéfices semblent cependant manifestes dans quelques transactions, de sorte que la prudence est de mise lors de l'évaluation des performances comptables.

1.6 Quels sont les effets réels des rachats à effet de levier et des rachats par les cadres ?

162. Dans ce domaine, il semble que le capital-investissement et, en particulier, les opérations de rachat suivies d'un retrait de la cote, n'aient pas fait l'objet d'études fondées sur des données factuelles. Selon une étude, les établissements rachetés par des cadres ont été moins productifs que des usines comparables avant le transfert de propriété (Harris, Siegel et Wright, 2005). Ils rapportent en outre que les usines rachetées par des cadres ont connu une augmentation substantielle de leur productivité après le rachat (un gain d'efficacité de +70.5 % et +90.3 % à court et à long terme respectivement) et que ces gains de productivité post-rachat se sont diffusés dans tous les secteurs d'activité (l'usine manufacturière moyenne a connu une augmentation substantielle de la productivité totale des facteurs dans 14 branches sur 18). Ces résultats impliquent que l'amélioration des performances économiques peut être due aux mesures prises par les nouveaux propriétaires ou dirigeants pour réduire l'intensité de main-d'œuvre de la production, par l'externalisation des biens et des matières intermédiaires. Ce constat indique que les

Emergence des structures de placement alternatives

rachats par les cadres peuvent être un mécanisme utile de réduction des coûts d'agence et d'amélioration de l'efficacité économique.

163. Les opérations de rachat suivies d'un retrait de la cote amènent souvent à s'interroger sur les effets qu'elles auront sur les différentes sociétés concernées. Les recherches en la matière sont complexes, car l'emploi peut varier pendant toute la durée de la transaction de capital-investissement (c'est-à-dire entre le programme initial de réduction des coûts et la phase de croissance précédant la revente), et il dépend également de l'évolution des salaires dans la société. Des questions économétriques sérieuses entrent également en jeu, dans la mesure où la décision de se lancer dans une opération de rachat avec retrait de la cote n'est pas un événement exogène mais bien plutôt endogène à l'économie d'une société (et, en particulier, à son niveau d'emploi). Une étude dont les auteurs s'efforçaient de prendre en compte ces données a été menée à partir d'un échantillon de 1 350 rachats financés par emprunt (pas uniquement des rachats avec retrait de la cote) ; les auteurs concluent que 60 % des rachats entraînent une hausse de l'emploi sur toute la durée de l'investissement (Amess et Wright, 2007). Souvent, après un rachat, l'emploi chute dans un premier temps puis il commence à remonter pour dépasser son niveau antérieur, et on observe qu'en moyenne, quatre ans après le rachat, il est supérieur de 20 % à ce qu'il était un an avant le rachat. Les simples opérations de rachat à l'initiative de cadres internes affichent une croissance de l'emploi plus modérée, ce qui reflète probablement les types de sociétés concernées et la nature connexe des restructurations opérées.

164. Il convient toutefois d'être prudent lorsqu'il s'agit de juger des effets combinés sur l'emploi. Par exemple, la composition par âge des sociétés rachetées par des firmes de capital-investissement va forcément varier au fil du temps, de même que toute estimation sur l'emploi qu'on pourra en déduire. Cela étant, des problèmes méthodologiques sérieux se posent lorsqu'il s'agit de déduire ainsi un chiffre agrégé. Par exemple, la fermeture d'une société en difficulté et la cession de ses actifs doit-elle être mise au passif du capital-investissement, alors qu'il s'agit seulement d'un moyen parmi d'autres de réagir aux difficultés rencontrées par une société. De plus, même si on pouvait arriver à un chiffre global unique, il n'est pas sûr qu'un tel chiffre soit pertinent dans le contexte de la politique de l'emploi.

165. Le grand public assimile souvent la « réduction du volume des actifs » à un dépeçage des actifs. La cession de divisions mal intégrées dans la société (souvent achetées par la structure de capital-investissement ou par la direction) ne doit pas être considérée en termes aussi émotionnels car, du point de vue macroéconomique, c'est un transfert d'actifs qui, espère-t-on, seront mieux utilisés par une nouvelle direction. En effet, le fait qu'ils aient de la valeur reflète ce potentiel.

1.7 Que deviennent les sociétés après leur réintroduction en bourse par un fonds de capital-investissement ?

166. On affirme souvent que les sociétés reviennent à la cotation affaiblies et surendettées et il y a effectivement des exemples comme celui de Refco qui s'est effondrée en 2005, peu après son introduction en bourse. Toutefois, pour l'essentiel, les éléments dont on dispose témoignent du contraire. Une étude a examiné 496 introductions en bourse à l'initiative de structures de capital-investissement aux États-Unis sur la période 1980-2002 et elle conclut que ces sociétés et en particulier les plus grosses, ont affiché des performances sensiblement supérieures à celles du marché et des autres sociétés introduites en bourse (Cao et Lerner, 2006). L'exception à cette tendance concerne les « allers-retours », par exemple lorsqu'une société est remise sur le marché un an après son rachat. Ces sociétés ont enregistré des performances inférieures de 5 % à celles de l'indice S&P 500 dans les trois années suivantes. Heureusement, les allers-retours ne sont pas si fréquents, même si la presse les met fortement en avant (par exemple Refco et Hertz aux États-Unis, Debenhams au Royaume-Uni ou Celanese en Allemagne). Les auteurs ont émis

Emergence des structures de placement alternatives

l'idée que cette bonne tenue des sociétés introduites en bourse s'expliquait par l'efficacité des systèmes de communication d'informations et par la planification stratégique. Ils n'ont pas trouvé d'élément montrant que les sociétés introduites en bourse avec un endettement plus important affichaient de moins bonnes performances que les sociétés comparables. Élément important pour le gouvernement d'entreprise, les auteurs observent que la structure de capital-investissement avait alors conservé une participation importante au capital de la société après l'introduction en bourse (en moyenne de l'ordre de 35 %) et qu'elle avait maintenu une présence au conseil d'administration. Ces sociétés restaient plus endettées que d'autres, leur ratio 'endettement total/total des actifs' étant supérieur de 9 % à la médiane de la branche d'activité.

2 Fonds d'arbitrage : leur impact sur les sociétés et le système de gouvernement d'entreprise

167. La question essentielle est de savoir si les fonds d'arbitrage activistes améliorent le gouvernement d'entreprise des sociétés cibles et si cette amélioration stimule les performances dans plusieurs dimensions. Comme les fonds d'arbitrage cherchent aussi activement à modifier la composition des bilans, il convient aussi de se poser la question de gouvernement d'entreprise relative aux flux de trésorerie disponibles. Cette question est particulièrement importante dans le cycle actuel de relative faiblesse de l'investissement et il demeure pertinent de s'interroger sur l'efficacité des décisions en matière de fusion-acquisition. La question plus générale est de savoir si les mécanismes de marché poussent suffisamment les investisseurs activistes à améliorer la gouvernance des sociétés. S'il n'y a pas de rendement monétaire pour le petit investisseur, même en travaillant au sein d'un groupe faisant l'objet d'une coordination souple, il faut peut-être revenir sur les problèmes de recours collectifs. Il y a entre-temps de nombreuses études qui montrent qu'un gouvernement d'entreprise de qualité est important pour les valorisations et pour la VAE (valeur ajoutée économique). Du point de vue des processus de marché, la question essentielle est de savoir s'il peut être rentable pour les petits actionnaires de vouloir améliorer le gouvernement d'entreprise.

2.1 *Qu'advient-il de la société en cas de réussite des pressions d'un fonds d'arbitrage ?*

168. Le grand public a l'impression que les intérêts à long terme de l'entreprise sont souvent en partie négligés au profit d'avantages à court terme, même si, contrairement au chantage à l'OPA (sur lequel on ne dispose pas d'éléments, au moins aux États-Unis), tous les investisseurs vont y gagner financièrement. Si des sociétés devaient être mises à mal par l'acceptation de revendications, on serait en droit de se demander si les administrateurs assument effectivement leur devoir de loyauté.

169. Klein et Zur (2006) établissent que les sociétés de leur échantillon (principalement des petites entreprises) n'ont pas réduit leur R-D et ont accru leurs investissements dans l'année suivant le rachat, même si elles ont aussi distribué plus de dividendes et si elles se sont endettées davantage. Bratton (2007) a aussi étudié la R-D mais note que seules 13 des 52 entreprises de son échantillon présentaient une R-D importante. Cela conforte une observation d'autres études selon laquelle les fonds d'arbitrage ont tendance à éviter les sociétés de haute technologie « au profit de celles dont ils comprennent l'activité ». Dans 7 des 13 sociétés, la R-D a effectivement augmenté et dans les quatre entreprises où elle a reculé, la direction avait déjà réduit ces dépenses. Dans la mesure où l'investissement et la R-D sont de bons indicateurs d'une stratégie à moyen ou long terme, les éléments dont on dispose indiquent que les sociétés n'ont pas été « sacrifiées » à des préoccupations de court terme.

170. L'échantillon de Bratton (2007) comprend plus de grosses capitalisations que celui de Klein et Zur (2006). Bratton conclut que les distributions importantes en espèces n'ont été le fait que d'une minorité d'entreprises et que le recours à l'emprunt n'a été le mode de financement que d'une petite minorité de cas

Emergence des structures de placement alternatives

de distributions. Ce constat traduit le fait que, pour les petites entreprises au moins, les cibles tendent à être rentables et financièrement saines, bien que cela soit moins vrai pour les grandes sociétés (comme TimeWarner). Une autre étude (Brav *et al*, 2006) indique que les fonds d'arbitrage conservent leur investissement au moins un an après leur intervention active. L'étude de Bratton (2007), qui s'intéresse davantage à de plus grandes sociétés, fait état d'une durée de détention de l'ordre de 3 ans (ou trois assemblées générales annuelles). Il est probable que les fonds d'arbitrage continuent de surveiller activement le comportement de la société durant cette période.

171. Les travaux fondés sur des données factuelles tendent donc à montrer que l'intervention des fonds d'arbitrage pourrait régler la question des flux de trésorerie disponibles qui aurait pu être plus aiguë ces dernières années, comme l'indiquent les volumes de trésorerie détenus et l'augmentation sensible des fusions-acquisitions financées en espèces. Mais si les fonds d'arbitrage ont un effet aussi bénéfique, offrent-ils pour autant un modèle de marché viable : est-il rentable pour des investisseurs de faire preuve d'activisme au lieu de se contenter de suivre les valeurs de façon passive ?

2.2 Les investisseurs sont-ils récompensés pour leur activisme ?

172. La question est abordée en examinant les primes de rendement par rapport à une référence du marché sur une période d'observation commençant avant et se terminant après l'intervention. Les résultats pour les fonds d'arbitrage activistes sont mitigés. Brav *et al* (2006) étudient les annonces (par exemple, les Déclarations 13d) et constatent des rendements positifs pour les actionnaires atteignant au total 6 % (avec une médiane de 4.8 %) sur une période de 21 jours s'étendant de part et d'autre de la date de l'annonce. Klein et Zur observent des rendements de 7.3 % pour une fenêtre commençant 30 jours avant l'annonce et se terminant 5 jours après. Bratton, en revanche, obtient une image très contrastée en fonction des hypothèses formulées en ce qui concerne le « marché ».

173. Certains fonds d'arbitrage activistes semblent réussir et d'autres non, ce que l'on peut attendre au fil du temps sur des marchés financiers efficients sur lesquels les possibilités les plus faciles (les fruits des branches basses de l'arbre) disparaissent progressivement. Toutefois, il y a une autre dimension, au moins pour le moment. Brav *et al* constatent que l'activisme visant à financer ou à vendre la cible génère des rendements anormaux de 16.8 % et 10.4 %, respectivement. L'activisme portant sur la stratégie d'entreprise génère aussi des rendements anormaux significatifs de quelque 6 %. En revanche, l'activisme ciblant la structure du capital (par exemple, en recourant davantage à l'endettement) et les questions de gouvernance comme la composition du conseil d'administration, etc. présente des rendements anormaux proches de zéro. Il convient de souligner une fois encore que l'analyse d'événements est très sensible au nombre d'observations, qui reste assez limité dans le cas de toutes les études qui ne couvrent d'ailleurs que de brèves périodes⁶⁹. Les résultats relatifs au gouvernement d'entreprise pourraient indiquer que les réformes dans ce domaine peuvent demander un certain temps avant d'affecter les valorisations, bien que d'autres études évoquées ci-après contredisent cette conclusion.

174. Plusieurs études générales montrent les effets de valorisation positifs sur les sociétés résultant de l'amélioration du gouvernement d'entreprise, bien que nombre de ces études soient transversales et soient sujettes à des questions d'interprétation. Par ailleurs, plusieurs études s'intéressent actuellement aux performances effectives du portefeuille quand l'investisseur entend passer à l'action. La Hermes Study de Becht *et al* (2006) relate les activités du HUKFF (Hermes UK Focus Fund). Les auteurs ont pu déterminer les dates exactes et les types spécifiques d'activisme. Même si le HUKFF n'est pas un fonds d'arbitrage,

⁶⁹ Pour une étude des analyses d'événements dans le domaine du gouvernement d'entreprise, voir Bhagat et Romano (2005).

Emergence des structures de placement alternatives

ses objectifs sont du même ordre. Comme les fonds d'arbitrage américains, le HUKFF est souvent parvenu à ses objectifs. En conséquence, l'étude montre que le HUKFF a dégagé des rendements anormaux en termes nets des commissions, de 5 % par an par rapport à l'indice FTSE de l'ensemble des actions sur la période 1998-2004. Pour 90 % environ, ce rendement anormal est dû à l'activisme et non à la sélection des valeurs. Hermes a indiqué qu'il considère que les rendements du HUKFF sont analogues à ceux de son European Focus Funds et que le cours de l'action de la société demeurerait plus élevé un an plus tard⁷⁰.

175. Contrairement aux études consacrées aux fonds américains, la Hermes Study fait état de rendements positifs associés aux activités de gouvernement d'entreprise proprement dites, comme le remplacement du directeur général et du président. Ces résultats pourraient cependant être confondus avec ceux qui découlent des restructurations. Les auteurs observent que le volume des actifs et le nombre des salariés ont sensiblement diminué après l'intervention du HUKFF⁷¹.

⁷⁰ On critique fréquemment les études d'événements pour s'attacher à l'impact de court terme de ces événements. Il convient donc de noter que le prix « post-événement » au bout d'un an était supérieur. Une étude portant sur un fonds d'arbitrage très critiqué de Corée (Sovereign) qui cherchait à remplacer le président d'une société, mais qui a par la suite passé un compromis pour obtenir d'autres réformes, a aussi fait apparaître un rendement élevé, avec des prix restant élevés un an plus tard après la vente de sa participation par le fonds.

⁷¹ Barber (2006) constate aussi des rendements importants pour Calpers sur la période 1992-2005 et particulièrement lorsque ce fonds met l'accent sur l'amélioration des droits des actionnaires des entreprises de sa liste de cibles. Il lance aussi une mise en garde contre les interventions non économiques.

BIBLIOGRAPHIE

Amess, K et M. Wright (2007), « The wage and employment effect of leveraged buyouts in the UK », *International Journal of Economics and Business*, à paraître.

Association of British Insurers (ABI) et Bundesverband Investment und Asset Management (BVI) (collectivement désignés sous l'appellation ABI/BVI Bondholders' Dialogue) (2006), *Improving the Functioning of European Bond Markets: Towards a Consensus* (avril 2006), Londres.

Autorité néerlandaise des marchés de capitaux (2005), *Hedge Funds: An Exploratory Study of Conduct-Related Issues*, Amsterdam.

Banque centrale européenne (2007), *Large Banks and Private Equity-sponsored leveraged Buyouts in the EU*.

Barber, B.M. (2006), « Monitoring the Monitor: Evaluating CAIPERS' Shareholder Activism », *Journal of Investing*, à paraître, également disponible à l'adresse <http://ssrn.com/abstract=890321>.

Barr, A. et L. Mandaro (2006), « Activist Hedge Fund Chiefs and Their Many Stripes », Marketwatch.com (14 septembre 2006), Dow Jones & Company, Inc.

Barry, P. *et al.* (2005), *Private Equity in Canada: Recent Developments and Selected Issues*, Davies Ward Phillips & Vineberg and Lexpert/American Lawyer Media, Toronto.

Bebchuk, L.A. (2006), « The Myth of the Shareholder Franchise », *Harvard John M. Olin Discussion Paper n°565*, Harvard Law School, Cambridge (Mass.), disponible à l'adresse <http://ssrn.com/abstract=829804>.

Becht, M. *et al.* (2006), « Returns to Shareholder Activism: Evidence from a Clinical Study of the Hermes U.K. Focus Fund », European Corporate Governance Institute (ECGI), *Finance Working Paper n°138*, Bruxelles, disponible à l'adresse <http://ssrn.com/abstract=934712>.

Bednarz, S. et G. Spindler (2006), « Die Regulierung von Hedge-fonds im Kapitalmarkt und Gesellschaftrecht », *Arbeitspapiere des Instituts für Unternehmensrecht*, 1/2006.

Beroutsos *et al.* (2007), « What Public Companies Can Learn from Private Equity », *McKinsey on Finance*, Hiver 2007, n°22, pp. 1-6, McKinsey & Company.

Bernstein Wealth Management Research (2006), *Hedge Funds: Too much of a good thing?*

Bhagat, S. et R. Romano (2005), « Empirical studies of Corporate Law », *ECGI Law working Paper Series*, 44/2005, in A.M. Polinsky et S. Shavell, *Handbook of Law and Economics*, également disponible à l'adresse <http://ssrn.com/abstract=728103>.

Emergence des structures de placement alternatives

Black, B. (1991), « Agents watching Agents: The Promise of Institutional Investor Voice », *UCLA Law Review*, 39

Black, B. et H.T.C. Hu (2006), « The New Vote Buying: Empty Voting and Hidden (Morphable) Ownership », *Southern California Law Review*, Vol. 79, n°4, Los Angeles, pp. 811-908.

Block, S. (2006), « Merger Arbitrage Hedge Funds », *Journal of Applied Finance*, Vol. 16, n°1, Financial Management Association, Tampa, pp. 88-96.

Blundell-Wignall, A. (2007) « The Private Equity Boom: Causes and Policy Issues », *Tendances des marchés de capitaux*, 2007/1, n° 92

Bratton, W.W. (2007), « Hedge Funds and Governance Targets », document présenté lors de la conférence sur le thème *Activist Investors, Hedge Funds and Corporate Governance*, Amsterdam, 8-9 mars 2007. Une précédente version (2006) de ce document (Georgetown Law and Economics Research Paper n°928689) est également disponible à l'adresse <http://ssrn.com/abstract=928689>.

Brav, A., *et al.* (2006), « Hedge Fund Activism, Corporate Governance and Firm Performance », document présenté lors de la conférence sur le thème *Activist Investors, Hedge Funds and Corporate Governance*, Amsterdam, 8-9 mars 2007.

Briggs, T.W. (2007), « Corporate Governance and the New Hedge Fund Activism », à paraître dans *Journal of Corporation Law*, Vol. 32, n°4, University of Iowa College of Law, Iowa City.

Brownstein A.R. et T.S. Norwitz (2006), *Shareholder Activism in the M&A Context*, avis à la clientèle publié par Wachtell, Lipton, Rosen & Katz, New York.

Bruining, H. et al (2005), « The impact of business ownership change on employee relations: buy-outs in the UK and the Netherlands », *The International Journal of Human Resource Management*, mars

Campos, R. (2006), « Remarks before the SIA Hedge Funds & Alternative Investments Conference » (14 juin 2006), disponible à l'adresse <http://www.sec.gov/news/speech>.

Cao, J. et J. Lerner (2006), « The Performance of Reverse Leveraged Buyouts », *NBER Working Paper 12626*, disponible à l'adresse <http://ssrn.com/abstract=937801>.

Cheffins, B. et J. Armour (2007) « The Eclipse of Private Equity », *ECGI Law Working Paper*, 82/2007.

Christoffersen, S.E.K. *et al.* (2006), « Voting Trading and Information Aggregation », *AFA 2006 Boston Meetings Paper*, disponible à l'adresse <http://ssrn.com/abstract=686026>.

Commission européenne, DG Marché intérieur et services (2006a), juillet 2006, Commission européenne, Bruxelles.

_____ (2006b), *Report of the Alternative Investment Expert Group to the European Commission: Managing, Servicing and Marketing Hedge Funds in Europe*, juillet 2006, Commission européenne, Bruxelles.

Emergence des structures de placement alternatives

Cumming, D. et L. Que (2007), « A Law and Finance Analysis of Hedge Funds », disponible à l'adresse <http://ssrn.com/abstract=946298>.

De Rose, R. et Houlihan Lokey (2007), « Shareholder Activism: Preparing the Board », diapositives pour une présentation au New York City Bar Center for Continuing Legal Education, *An Introduction to Activist Investing: Techniques, Issues and Legal Considerations* (6 février 2007), New York.

Denis, D.J. et D.K. Denis (1993), « Managerial discretion, organisational structure and corporate performance », *Journal of Accounting and Economics*, 16.

Devereux, M.P. *et al.* (2006), « Interest deductibility for UK corporation tax », *Oxford University Centre for Business taxation Working Paper*.

Dobbs, R. *et al.* (2007), « Are Companies Getting Better at M&A? », *McKinsey on Finance*, n°22, Hiver 2007, pp. 7-11, McKinsey & Company.

Dooley, P.J. (2006), « Activist Investing: Threshold Issues for Funds and Other Investors », *Bloomberg Law Reports: Fund Management*, Vol. 2, n°3, Bloomberg L.P., New York.

Ernst & Young (2006), *How Do European Private Equity Investors Create Value?* Londres.

European Private Equity and Venture Capital Association (2006), *Benchmarking European Tax and Legal Environments*.

Financial Services Authority (2005), *Hedge Funds: A Discussion of Risk and Regulatory Engagement*, note de synthèse 05/04, Londres.

Financial Services Authority (2006), *Private Equity: A Discussion of Risk and Regulatory Engagement*, note de synthèse 06/6 (novembre 2006), Londres.

Financial Services Authority (2007), « Updated measurement of market cleanliness », *Occasional Paper Series*, 25

Gillan, S. et L. Starks (2000), « Corporate Governance Proposals and Shareholder Activism: The Role of Institutional Investors », *Journal of Financial Economics*, Vol. 57, Issue 2, pp. 275-305, Rochester.

_____ (2007), « The Evolution of Shareholder Activism in the United States », disponible à l'adresse <http://ssrn.com/abstract=959670>.

Goodman & Carr LLP (2006), *Private Equity Canada 2005: An In-Depth Review of the Market*, Goodman & Carr and Thomson Macdonald, Toronto.

Groh, P.G., et O. Gottschalg, (2006), *The risk-adjusted performance of US buyouts*, SSRN

Jensen, M. (1993), « The Modern Industrial Revolution: Exit and the Failure of Internal Control Systems », *Journal of Finance*, Vol. 48, n°3, pp. 831-80, American Finance Association, Berkeley.

Kahan, M. et E.B. Rock (2002), « How I Learned How to Stop Worrying and Love the Pill: Adaptive Responses to Takeover Law », *University of Chicago Law Review*, Vol. 69, n°3, Chicago.

Emergence des structures de placement alternatives

Kahan, M. et E.B. Rock (2006), « Hedge Funds in Corporate Governance and Corporate Control », *ECGI Law Working Paper*, n°76/2006, Burxelles.

Kahan, M. et E.B. Rock (2007), « The Hanging Chads of Corporate Voting », document présenté lors de la conférence *Activist Investors, Hedge Funds and Corporate Governance*, Amsterdam, 8-9 mars 2007.

Kaplan, S.N., et A. Schoar, (2003), « Private equity returns: persistence and capital flows », *Journal of Finance*, 60

Katz D.A. et L.A. McIntosh (2006), *Corporate Governance: Advice on Coping with Hedge Fund Activism*, avis à la clientèle publié par Wachtell, Lipton, Rosen & Katz, New York.

Kislin, S.A. (2007), « Shareholder Activism », diapositives pour une présentation au New York City Bar Center for Continuing Legal Education, *An Introduction to Activist Investing: Techniques, Issues and Legal Considerations* (6 février 2007), New York.

Klein, A. et E. Zur (2006), « Hedge Fund Activism », document présenté lors de la conférence sur le thème *Activist Investors, Hedge Funds and Corporate Governance*, Amsterdam, 8-9 mars 2007. Une précédente version (de juillet 2006) de ce document a été publiée en tant que *ECGI - Finance Working Paper n°140/2006* et elle est disponible à l'adresse <http://ssrn.com/abstract=913362>.

Knowledge@Wharton (2007), « Private Equity Is on a Roll, But Are Investors in for a Let Down », The Wharton School, disponible à l'adresse <http://knowledge.wharton.upenn.edu>.

KPMG (2007a), « KPMG's Cash Counter », *Corporate Finance*, février 2007, Londres.

_____ (2007b), « Private Equity vs. the Corporate », *Corporate Finance*, février 2007, Londres.

Lipton, M. (2006), *Hedge Fund Attack Response Checklist*, avis à la clientèle publié par Wachtell, Lipton, Rosen & Katz, New York.

Mankins, M. (2007), « Borrowing from the Private Equity Playbook » in « The HBR List: Breakthrough Ideas for 2007 », *Harvard Business Review*, février 2007, Cambridge (Mass.)

Mayer Browne Rowe et Mawe (2006), « Hedge Fund and Institutional Shareholder Activism », *Securities Update* (21 avril 2006), New York.

McCarthy, C. (2006), « Hedge Funds: What Should Be the Regulatory Response? », allocution lors du European Money and Finance Forum (7 décembre 2006), disponible à l'adresse www.fsa.gov.uk/pages/Library/Communication/Speeches/2006/1207cm.shtml.

McKinsey & Company (2006), *Private Equity Canada 2005: Buyouts: The End of the Beginning of the Beginning of the End?*, Toronto.

McLean, B. (2007), « The Inside Story of a Battle Royal », *Fortune Magazine* (mars 2007), disponible à l'adresse www.cnn.com/magazines/fortune/fortune_archive/2007.

Meerkatt, H. et J. Rose (2006), *What Public Companies Can Learn from Private Equity*, Boston Consulting Group.

Emergence des structures de placement alternatives

Nikoskelainen, E. et M. Wright (2006), « The Impact of Corporate Governance Mechanisms on Value Increase in Leveraged Buyouts », *Journal of Corporate Finance*, à paraître. Une version précédente (2005) de ce document est disponible à l'adresse <http://ssrn.com/abstract=877233>.

OCDE (2004), *Gouvernance des Entreprises Publiques : Panorama des Pays de l'OCDE*, Paris

OCDE (2006), *Actifs Immatériels et Création de Valeur*, Paris

Organisation internationale des commissions de valeurs (OICV) – Comité technique (2006), *The Regulatory Environment for Hedge Funds: A Survey and Comparison – Final Report*, Madrid.

Partnoy, F.S. et R.S. Thomas (2006), « Gap Filling, Hedge Funds, and Financial Innovation », *Vanderbilt University Law School Law and Economics Working Paper n°06-21*, Nashville, disponible à l'adresse <http://ssrn.com/abstract=931254>.

Plender, J. (2007), « Equity privateers ... or not as the case might be », *Financial Times*, 19 février 2007.

Renneboog, L. *et al.* (2007), « Why Do Public Firms Go Private in the UK? », document présenté lors de la conférence sur le thème *Activist Investors, Hedge Funds and Corporate Governance*, Amsterdam, 8-9 mars 2007. Une version précédente (2006) de ce document est disponible à l'adresse <http://ssrn.com/abstract=873673>.

Reserve Bank of Australia (2006), « Recent Developments in the Australian Hedge Fund Industry », *Reserve Bank Bulletin* (novembre 2006), Sydney.

Thompson, R.B. (2007), « The Limits of Hedge Fund Activism », document présenté lors de la conférence sur le thème *Activist Investors, Hedge Funds and Corporate Governance*, Amsterdam, 8-9 mars 2007. Une version précédente (octobre 2006) de ce document peut être téléchargé à partir de http://repositories.cdlib.org/berkeley_law_econ/Fall2006/7/.

Thornton, P. (2007) *Inside the dard box: shedding light on private equity*, The Work Foundation, Londres

UK Panel on Takeovers and Mergers (2005a), *Dealings in Derivatives and Options – Outline Proposals Relating to Amendments Proposed to Be Made to the Takeover Code and the SARS*, janvier 2005, PCP 2005/1, Londres.

_____ (2005b), *Dealings in Derivatives and Options - Detailed Proposals Relating to Amendments Proposed to Be Made to the Takeover Code and the SARS: Part 1 – Disclosure Issues*, mai 2005, PCP 2005/2, Londres.

_____ (2005c), *Dealings in Derivatives and Options - Detailed Proposals Relating to Amendments Proposed to Be Made to the Takeover Code and the SARS: Part 2 – Control Issues*, novembre 2005, PCP 2005/3, Londres.

Weil, Gotshal & Manges, *Sponsor-Backed Going Private Transactions*, New York, 2007.

Emergence des structures de placement alternatives

Wolosky. S. (2007), *Activist Investing: Proxy Contests*, diapositives pour une présentation au New York City Bar Center for Continuing Legal Education, *An Introduction to Activist Investing: Techniques, Issues and Legal Considerations* (6 février 2007), New York.