

## Illustration de l'intervention des fonds activistes dans les offres publiques.

**100.** Les fonds activistes sont intervenus sur de nombreuses opérations ces dernières années<sup>310</sup>. L'activisme actionnarial transcende largement le cadre restreint des questions de gouvernance des sociétés et ces fonds prennent clairement position dans ces opérations de marché pendant lesquelles se joue le destin de la société. Les fonds activistes sont des actionnaires engagés dans les opérations essentielles pour la vie de la société. Ils ne sont pas de simples spectateurs passifs de l'opération attendant de jouir des revenus financiers que cette dernière va nécessairement générer pour l'ensemble des actionnaires. Leurs actions passées démontrent qu'ils sont parfois les acteurs principaux de ces opérations et décident du destin de la société. On peut même se demander s'ils ne sont pas à l'origine d'une profonde mutation dans le paysage des acteurs boursiers européens. Ces acteurs répondent parfaitement à l'image de l'actionnaire impliqué, prenant presque en main le destin de la société à la faveur d'une opération financière. Ces actionnaires se manifestent de la manière la plus spectaculaire dans le cadre des offres emportant le changement du contrôle de la société. Nous avons retenu certains exemples, tant en matière d'offre publique d'achat que d'offre publique d'échange (A). Ces offres ne sont pas les seules dans lesquelles des actionnaires mènent des campagnes activistes. D'autres sont, comme nous l'avons précédemment étudié, menées dans les offres visant à retirer de la bourse une société qui y était cotée. En matière d'Offre Publique de Retrait (OPR) de nombreux exemples viennent démontrer l'influence que peut avoir une campagne activiste sur l'issue de l'offre. Certaines sociétés sont ainsi restées cotées, malgré la volonté de leurs actionnaires majoritaires. Ces développements permettent de voir que l'activisme dans le cadre des offres publiques est multiple. Les différentes stratégies suivies en fonction de l'offre auront des points communs mais aussi des différences, certaines tendant même à se rapprocher de l'arbitrage financier (B).

---

<sup>310</sup> Icahn, Kerkorian, TCI : des minoritaires de plus en plus influents, Les Echos, 24 avril 2007 ; Nessim Aït-Kacim, Les enfants terribles de l'activisme bouleversent les règles de la gouvernance, Les Echos, 16 avril 2007.

## **A. L'intervention des actionnaires activistes dans les OPA-OPE.**

**101.** Les offres publiques d'achat ou d'échange sont des moments cruciaux au cours desquels ne se joue rien d'autre que le destin de la société. Le déroulement de certaines offres vient montrer que ces actionnaires jouent bien le rôle primordial que nous avons précédemment décrit. Ils vont même être les juges de l'offre. Lors des offres publiques d'achat ou d'échange, les fonds activistes peuvent intervenir en étant créateur de l'offre, c'est-à-dire en favorisant le lancement d'une offre sur la société. Dans cette situation, la campagne activiste aura pour finalité d'obtenir le lancement d'une offre publique sur la société et d'en tirer le meilleur parti pour l'actionnaire. L'activiste vient littéralement bousculer le destin de la société et joue parfaitement le rôle d'un actionnaire impliqué dans la vie sociale et le destin de cette dernière (1). L'alternative est que l'actionnaire ne soit pas à l'origine de l'offre mais ne se pose comme juge de l'offre, c'est-à-dire en étant le principal acteur décidant de son issue. Il ne sera pas à l'origine de l'offre publique mais en sera clairement le principal arbitre, voire l'opposant déterminé (2).

### **1. Les fonds activistes : créateurs d'offres.**

**102.** Les fonds activistes peuvent mener des campagnes visant à provoquer le lancement d'offre publique. Ils seront alors à l'origine même de l'offre comme ce fût le cas avec ABN AMRO (a). Il s'agit incontestablement de la forme d'intervention la plus spectaculaire des actionnaires activistes. Une alternative est une intervention moins abrupte de ces actionnaires. Ces derniers peuvent intervenir pour demander que soit rééquilibrée une opération par une opération plus spécifique, comme ce fût le cas avec GDF Suez. Ils ne sont alors pas à l'origine de l'offre publique mais viennent modifier la substance de cette dernière. Ils sont à l'origine de la version modifiée de l'offre (b). Dans ces deux situations ils représenteront un actionnariat engagé cherchant à obtenir des changements radicaux dans la vie de la société, soit en provoquant une offre visant à prendre le contrôle de cette dernière, soit en modifiant une telle offre.

### a. L'exemple d'ABN AMRO.

**103. Le rôle des actionnaires activistes dans l'offre sur ABN AMRO.** La banque AMB AMRO<sup>311</sup> était une banque Néerlandaise d'envergure mondiale. Elle faisait l'objet de nombreux commentaires et d'analyses sur son niveau de valorisation, jugé faible par rapport à la valeur réelle de la banque<sup>312</sup>. C'est dans ce contexte que le fonds activiste TCI (*The Children's Investment Fund Management*) a envoyé un courrier de contestation aux dirigeants de la société demandant la scission de l'établissement financier<sup>313</sup>. Le titre gagna immédiatement 6.1%. La banque chercha à se défendre contre l'arrivée de ce nouvel acteur<sup>314</sup>, avec l'entrée en scène de plusieurs banques d'affaires<sup>315</sup>, mais aussi d'autres *hedge funds*<sup>316</sup> dont Atticus. La banque disposait d'un mois pour trouver une parade avant de devoir arrêter l'ordre du jour de son assemblée. Cependant, « *en engageant un bras de fer avec la direction d'ABN AMRO, le fonds activiste TCI a ouvert la boîte de Pandore* », celle-ci se traduisant par une proposition de Barclays de jouer les chevaliers blancs<sup>317</sup>. BBVA, Royal Bank of Scotland, BNP Paribas et ING regardant aussi le dossier<sup>318</sup>. Les deux banques commencèrent ensuite à discuter d'une éventuelle fusion<sup>319</sup>. ABN AMRO apparaissait affaiblie à l'époque<sup>320</sup> et le fonds Londonien surveillait que le projet de fusion n'empêche pas une nouvelle offre d'être initiée<sup>321</sup>. Les dirigeants s'opposèrent ensuite aux fonds et cherchèrent une alternative à la fusion avec Barclays<sup>322</sup>. Un consortium composé de Royal Bank of Scotland, Fortis et Santander envoya alors une lettre aux dirigeants de la banque pour leur proposer un rachat de

---

<sup>311</sup> Telle qu'elle était avant l'offre.

<sup>312</sup> Solveig Godeluck, Philippe Escande, Les pirates du capitalisme : comment les fonds d'investissement bousculent les marchés, Albin Michel.

<sup>313</sup> Le fonds activiste TCI demande une scission du groupe ABN AMRO, Les Echos, 22 février 2007. Il remet en cause la stratégie des dirigeants de la société, notamment un récent rachat. La banque se montra sereine au départ, elle indiqua : « *Nous n'avons pas encore reçu de lettre officielle de TCI, mais nous connaissons son contenu. Nos actionnaires nous soumettent en permanence de nombreuses idées que nous traitons toujours avec attention et respect. Ces suggestions feront l'objet du même traitement* ».

<sup>314</sup> Didier Burg, ABN Amro en quête d'une stratégie pour contrer le fonds TCI, Les Echos, 5 mars 2007.

<sup>315</sup> Rothschild, Lehman Brothers, Morgan Stanley et UBS.

<sup>316</sup> Notamment Algebra et Tosca. Télégrammes, Les Echos, 7 mars 2007.

<sup>317</sup> Bal de prétendants autour d'ABN AMRO, Les Echos, 19 mars 2007.

<sup>318</sup> ABN AMRO : Barclays serait prêt à jouer les chevaliers blancs, Les Echos, 19 mars 2007.

<sup>319</sup> Elsa Conesa, Barclays et ABN AMRO discutent d'une fusion à 120 milliards d'euros, Les Echos, 20 mars 2007.

<sup>320</sup> Didier Burg, En dépit d'efforts répétés, la banque Néerlandaise ne parvient pas à sortir de l'ornière, Les Echos, 20 mars 2007.

<sup>321</sup> Isabelle Chaperon et Didier Burg, ABN AMRO et Barclays discutent de leur fusion sous l'œil vigilant des marchés, Les Echos, 21 mars 2007. Le fonds communiqua que : « *Nous espérons que l'exclusivité accordée à Barclays n'empêchera pas le conseil d'administration de considérer les offres émanant d'institutions crédibles afin de générer le meilleur retour pour les actionnaires* ».

<sup>322</sup> Didier Burg, ABN AMRO cherche une alternative à une fusion avec Barclays, Les Echos, 29 mars 2007.

la société<sup>323</sup> entraînant une poursuite des négociations avec Barclays<sup>324</sup>. A cette période, la Banque centrale Néerlandaise s'inquiéta des « *risques accrus* » présentés par l'offre du consortium<sup>325</sup>. Cependant, TCI, rejoint par d'autres actionnaires minoritaires, vint critiquer la fusion avec Barclays ainsi que la vente de la banque La Salle (vente considérée comme étant une mesure de défense)<sup>326</sup>. A ce moment là, une bataille boursière se mit en place entre le consortium qui avait pour objectif de se partager l'entreprise<sup>327</sup> et la fusion globale proposée par Barclays<sup>328</sup>, soutenue par les dirigeants de la banque. Cette fusion avec Barclays nécessitait la vente de la filiale La Salle. Lorsque la justice néerlandaise demanda aux dirigeants de soumettre cette vente aux actionnaires, la voie semblait dès lors libre pour le consortium<sup>329</sup>. Relevons qu'une association d'actionnaires minoritaires, agissant avec TCI, était à l'origine de l'action. Il est très intéressant de noter que Atticus, qui avait ramassé 1% du capital de Barclays, s'opposa alors à l'offre de la banque britannique (la jugeant trop dangereuse)... s'opposant par la même à TCI, favorable à ce que les enchères puissent monter<sup>330</sup>. Atticus menaça ensuite de monter au capital de Barclays pour s'opposer à l'offre, tout en ayant des contacts avec les dirigeants britanniques<sup>331</sup>. La bataille boursière s'acheva avec la victoire du consortium<sup>332</sup>.

**104. Enseignements.** Tout d'abord, cette offre a eu de nombreuses conséquences dans le paysage financier européen<sup>333</sup> en ouvrant la voie au démantèlement de grands établissements financiers. En ce qui concerne l'activisme actionnarial, la première conclusion est flagrante : « *En prenant 1% environ du capital d'ABN AMRO, soit une mise inférieure à 500 millions d'euros, TCI a déclenché la troisième plus grande OPA de l'histoire* »<sup>334</sup>. L'actionnaire activiste a ainsi créé, quasiment à lui tout seul, une offre à un niveau de

---

<sup>323</sup> La bataille autour d'ABN AMRO rebondit, Les Echos, 16 avril 2007.

<sup>324</sup> Didier Burg, Sous pression, ABN AMRO et Barclays prolongent leurs discussions jusqu'à vendredi, Les Echos, 18 avril 2007.

<sup>325</sup> Didier Burg, Amsterdam critique l'offre du consortium bancaire sur ABN AMRO, Les Echos, 19 avril 2007.

<sup>326</sup> Les petits porteurs joignent leurs voix à celle de TCI, Les Echos, 24 avril 2007.

<sup>327</sup> Isabelle Chaperon, Le consortium mené par TBS prêt à offrir 72 milliards d'euros pour emporter ABN AMRO, Les Echos, 26 avril 2007.

<sup>328</sup> Didier Burg, ABN AMRO défend bec et ongles son projet de fusion avec Barclays, Les Echos, 27 avril 2007.

<sup>329</sup> ABN AMRO : la justice gèle la vente de La Salle à Bank of America, Les Echos, 4 mai 2007 et Didier Burg, Contrôle d'ABN AMRO : le consortium bancaire prêt à se lancer, Les Echos, 29 mai 2007. Voir aussi : Didier Martin et Nicolas Molfessis, Les mesures de défense anti-OPA in Les offres publiques d'achat, Droit 360°, Lexis Nexis Litec.

<sup>330</sup> Isabelle Chaperon, La Bourse tempère l'enthousiasme de Barclays pour ABN AMRO, Les Echos, 12 juin 2007.

<sup>331</sup> ABN AMRO : Atticus Capital satisfait de ses nouveaux contacts avec Barclays, Les Echos.

<sup>332</sup> Guillaume Maujean, La bataille pour le contrôle d'ABN AMRO s'achève sur la probable victoire du consortium, Les Echos, 4 octobre 2007.

<sup>333</sup> François Vidal, ABN AMRO : la leçon d'une chute, Les Echos, 10 Octobre 2007.

<sup>334</sup> François Vidal, ABN AMRO : la leçon d'une chute, Les Echos, 10 Octobre 2007.

valorisation extrêmement élevé et a quasiment décidé de son issue en surveillant en permanence les dirigeants. Si la fusion avec Barclays avait abouti, cela aurait donné lieu à la plus grosse fusion bancaire de l'histoire.

**105.** D'autres points sont très intéressants. TCI, nous l'avons vu, a parfaitement choisi son agenda en envoyant sa lettre un mois avant l'assemblée générale, laissant ainsi peu de temps aux dirigeants pour préparer leur défense. Ensuite, le fonds fût rejoint par d'autres fonds comme Atticus, constituant ainsi un *wolf pack*. Il est aussi intéressant de remarquer que les minoritaires rejoignirent la campagne activiste menée par les *hedge funds*. Les fonds activistes n'agissent donc pas seuls. Cependant, comme cela a été constaté sur la fin de l'OPA, des divergences stratégiques peuvent aussi apparaître entre les différents protagonistes de la campagne activiste. Atticus était opposé à une fusion avec Barclays alors que TCI y voyait un moyen de faire monter les enchères. Il est intéressant de noter que cette offre entraîna une vague d'activisme envers les grandes institutions financières européennes<sup>335</sup>. Enfin, pour conclure, sur cette offre, notons que l'action de TCI a été indirectement à l'origine de grandes difficultés pour les banques du consortium. Suite à cette offre, les banques ont dû gérer la crise des *subprimes*. Sur les trois banques du consortium, seule Santander n'a ni été nationalisée<sup>336</sup> ni vendue à un concurrent<sup>337</sup>.

#### b. L'exemple de GDF-Suez<sup>338</sup>

**106. La fusion GDF-Suez.** Le cas ABN AMRO est probablement celui dans lequel l'action d'un fonds activiste a été la plus frappante ces dernières années. Il nous semble qu'il est l'exemple parfait du rôle d'un actionnaire activiste dans une offre publique ; tant TCI a à

---

<sup>335</sup> Les groupes financiers soumis à l'activisme, Les Echos, 16 novembre 2007 ; Guillaume Maujean, Les assureurs deviennent à leur tour la cible des fonds activistes, Les Echos, 26 octobre 2007 ; Isabelle Chaperon, Après ABN AMRO, le britannique HSBC ciblé à son tour par un fonds activiste, Les Echos, 10 septembre 2007.

<sup>336</sup> <http://www.telegraph.co.uk/finance/newsbysector/banksandfinance/9445618/Cabinet-discusses-full-nationalisation-of-RBS.html>. Lien consulté le 6 octobre 2012.

<sup>337</sup> BNP Paribas racheta Fortis étant donné que cette dernière ne pouvait plus se financer sur le marché interbancaire : <http://www.lefigaro.fr/societes/2008/10/06/04015-20081006ARTFIG00254-bnp-paribas-s-empare-de-fortis-.php>. Lien consulté le 6 octobre 2012.

<sup>338</sup> Le récit de l'offre et de l'action du fonds Knight Vinke a été parfaitement réalisé par Carine Girard et Stephen Gates, The professionalization of shareholder activism in France, Director Notes, The Conference Board, Février 2011, Volume 3, n°4. Une autre étude de cas réalisée par les mêmes auteurs porte sur la société Atos Origine qui eût maille à partir avec deux fonds activistes. Nous ne développerons pas ce cas étant donné qu'il s'agissait d'une campagne activiste en vue de modifier les règles de corporate governance et non de créer ou d'influencer le destin d'une offre.

la fois créé puis arbitré l'offre, et donc le destin de la société. Il n'est néanmoins pas unique. De nombreux cas existent, notamment outre Atlantique<sup>339</sup>. Nous allons étudier un autre cas en Europe, dans lequel le fonds activiste a joué un rôle différent, mais néanmoins extrêmement important pour la société en question. GDF et Suez étaient deux entreprises dont le rapprochement faisait industriellement sens malgré deux histoires très différentes<sup>340</sup>. L'une était un ancien monopole public fraîchement privatisé<sup>341</sup>. L'autre fût constituée pour exploiter le Canal de Suez (la Compagnie de Suez), puis devint un holding détenant des participations financières, subit une nationalisation et changea de stratégie pour devenir un acteur majeur de l'énergie en Europe. Suez fût l'objet de rumeurs d'OPA de la part de l'Italien EMI<sup>342</sup>. Au nom du « patriotisme économique »<sup>343</sup>, le gouvernement de l'époque annonça que GDF jouerait les chevaliers blancs en fusionnant avec Suez. Le 3 septembre 2006, les deux entreprises annoncèrent un accord en vue d'une fusion « *entre égaux* » par l'absorption de Suez par GDF<sup>344</sup>. La parité d'échange était de 21 actions Gaz de France pour 22 actions Suez. Le Parlement approuva la fusion en septembre 2006 mais le Conseil Constitutionnel jugea que la fusion ne pourrait prendre effet avant le 1<sup>er</sup> Juillet 2007<sup>345</sup>.

**107.** C'est à ce moment que le fonds Knight Vinke se fit connaître<sup>346</sup>. Son action n'avait pas pour objectif d'encourager ou de s'opposer à la fusion, il demandait, par la voie d'une campagne de presse, une introduction en bourse de Suez Environnement, filiale de Suez spécialisée dans les services environnementaux. Il fût rejoint par l'association de défense des actionnaires minoritaires, ADAM. Par la suite, cet activiste critiqua aussi la parité d'échange retenue en demandant à ce que soit versé un dividende exceptionnel pour compenser la sous-valorisation de Suez<sup>347</sup>. Devant l'absence de réaction des dirigeants, le fonds activiste haussa

---

<sup>339</sup> Marcel Kahan and Edward Rock, Hedge funds in corporate governance and corporate control, U. Pa. L. Rev., Mai 2007, 155, n°5

<sup>340</sup> Sur la fusion, voir « La fusion GDF Suez est lancée » : <http://www.lepoint.fr/actualites-economie/2008-07-16/la-fusion-gdf-suez-est-lancee/916/0/260631>.

<sup>341</sup> Loi n°2004-803 du 9 août 2004 relative au service public de l'électricité et du gaz et aux entreprises électriques et gazières. Le gouvernement pris l'engagement, à l'époque, de ne pas descendre en dessous de 70% du capital.

<sup>342</sup> Charles-Emmanuel Haquet, L'AMF tient les rumeurs d'OPA à l'œil, L'expansion, le 1<sup>er</sup> février 2007.

<sup>343</sup> Plaidoyer de Dominique de Villepin en faveur d'un « *patriotisme économique* », Le Monde, 27 juillet 2005.

<sup>344</sup> Article de l'Expansion : [http://lexpansion.lexpress.fr/entreprise/suez-gdf-l-impossible-fusion-entre-egaux\\_122621.html](http://lexpansion.lexpress.fr/entreprise/suez-gdf-l-impossible-fusion-entre-egaux_122621.html). Lien consulté le 06 octobre 2012.

<sup>345</sup> Le Conseil Constitutionnel repousse la fusion GDF Suez, l'Agefi, 1<sup>er</sup> décembre 2006.

<sup>346</sup> Le site du groupe peut être consulté sur <http://www.knightvinke.com/>. D'après les auteurs Knight Vinke est un fonds activiste. Il achète généralement autour de 1% du capital de grandes sociétés européennes dans le but de mener une campagne activiste. Il a plus de 1.5 milliards de dollars sous gestion et a des clients tel que le fonds de pension Américain CalPERS.

<sup>347</sup> Les auteurs relèvent ainsi que le fonds agissait probablement en accord avec Albert Frère, principal actionnaire de Suez, qui avait des attentes similaires.

le ton en demandant publiquement<sup>348</sup> à ce que la fusion soit suspendue. Il indiqua à cette occasion que 18 autres investisseurs institutionnels y étaient opposés. Par la suite, des rumeurs de marché suspectèrent François Pinault de préparer une offre sur Suez entraînant une flambée du cours de l'action. En Janvier 2007, le Président de la République prit publiquement position en faveur du projet de fusion et Albert Frère, actionnaire majoritaire de Suez, monta jusqu'à 9.5% du capital de la société. A l'issue de cette bataille le fonds Knight Vinke vendit ses actions en réalisant une confortable plus-value. La fusion eut finalement lieu mais après l'introduction en Bourse de la filiale Suez Environnement et suite à une révision des parités de fusion. Elle fût effective le 22 juillet 2008<sup>349</sup>.

**108. Enseignements.** Deux enseignements majeurs peuvent, selon nous, être tirés de ce cas. Tout d'abord, il s'agissait d'une opération purement amicale voulue par les deux parties. Cela vient confirmer le fait que les fonds activistes n'interviennent pas uniquement dans les offres hostiles. Ensuite, et, nécessairement, le fonds activiste ne fût pas à l'origine de l'offre. Il s'intéressa à la société car celle-ci faisait l'objet d'une offre publique d'échange mais ne prit pas une participation au capital pour créer cette dernière. Ces différences sont majeures par rapport à l'offre sur ABN AMRO et prouvent la capacité des fonds activistes à s'intéresser à des situations extrêmement différentes. Ensuite, les revendications du fonds activiste portaient sur la structuration de la fusion. Il ne cherchait donc pas à s'opposer à une offre qui aurait été stratégiquement inopportune. Ses demandes visaient au contraire à s'assurer que les actionnaires de Suez ne subissent pas les conséquences négatives de la volonté d'une « *fusion entre égaux* ». C'est pourquoi le fonds activiste s'opposa à la parité d'échange retenue et demanda l'introduction en bourse de Suez Environnement, ce qu'il obtint. On peut donc conclure que ce cas d'activisme actionnarial en matière d'offre publique peut aussi porter sur des aspects de structuration de l'offre et non sur l'opportunité de la fusion en elle-même.

**109.** Ce cas nous permet aussi de vérifier la tactique du *wolf pack*, même si on ne relève pas l'intervention d'un autre fonds on notera avec intérêt les prises de position de l'ADAM et d'autres investisseurs institutionnels. Il s'agit d'ailleurs d'une similitude avec l'opération sur ABN AMRO. Une autre similitude entre les deux opérations est l'utilisation de la presse. Le fonds a en effet utilisé de grands organes de presse nationaux pour véhiculer ses

---

<sup>348</sup> Via une lettre ouverte publiée dans Le Figaro le 22 décembre 2006.

<sup>349</sup> On peut se reporter à la documentation sur la fusion sur le site corporate de GDF Suez, <http://www.gdfsuez.com/actionnaires/guide-de-lactionnaire/fusion-gdf-suez/>. Lien consulté le 6 novembre 2012.

idées. Nous soulignerons enfin une limite à l'étude de ce cas et à la réussite finale de la fusion. Le fait que GDF soit une entreprise détenue majoritairement par l'Etat, ce dernier favorable à la fusion, et que ce projet ait été soutenu politiquement a certainement été l'élément qui a permis à la fusion de réussir et dissuader une contre-offre. Il n'est ainsi pas possible de savoir qu'elle aurait été l'issue de l'opération sans cette solide présence au capital de l'une des sociétés partie à la fusion.

## **2. Les fonds activistes : juges de l'offre.**

**110.** Les fonds activistes vont se poser en juges de l'offre en s'opposant à un projet d'offre qui ne ferait pas sens stratégiquement ou financièrement. Ils vont là aussi jouer le rôle d'actionnaires s'engageant pleinement dans la vie de la société en s'opposant à un projet de changement de contrôle (a). L'activisme n'est pas uniquement synonyme d'opposition avec une offre ou un projet d'offre. Il peut aussi très bien consister à favoriser la réalisation d'une offre si ces actionnaires sont d'accord avec les termes de cette dernière (b).

### **a. L'exemple Deutsche-Borse et du LSE.**

**111. La tentative d'offre de Deutsche Börse sur le London Stock Exchange.** Les fonds activistes peuvent être créateurs d'offres ou même arbitres de leur structuration. La concentration des bourses européennes, commencée en 2005, donne un parfait exemple des fonds activistes décidant du destin d'une offre ou d'un projet d'offre. En 2005, le paysage boursier européen était principalement composé d'Euronext, alliance européenne regroupant notamment Paris et Amsterdam, Deutsche Börse, avec la Bourse de Frankfurt, et le London Stock Exchange, avec la Bourse de Londres. De l'autre côté de l'Atlantique, les principaux opérateurs sont le NYSE (New-York Stock Exchange) et le NASDAQ. En 2005, Deutsche Börse entama le processus de consolidation du secteur en annonçant un projet d'offre<sup>350</sup> sur le LSE pour 1.95 milliard d'euros. Dès le début, TCI (le même fonds qui agira ensuite sur ABN AMRO) émit des critiques contre le projet d'offre (qu'il jugeait destructeur de valeur) et

---

<sup>350</sup> Les opérateurs boursiers sont en effet des sociétés cotées sur leur propre marché.



demanda à ce qu'il soit approuvé par les actionnaires<sup>351</sup>, bien que le droit allemand n'oblige pas la société à solliciter une telle autorisation pour une offre avec une contrepartie en espèces. Avec une participation de 5% au capital de Deutsche Börse, le fonds demanda une tenue rapide d'une assemblée générale extraordinaire<sup>352</sup> estimant que le projet devait être abandonné au profit d'une rétribution exceptionnelle des actionnaires. Euronext se tenait alors en embuscade, prêt à lancer une offre sur son concurrent londonien. Le conseil de surveillance apporta son soutien aux dirigeants de Deutsche Börse pour leur projet d'offre sur le LSE et accusa réception des demandes de TCI<sup>353</sup>. A cette époque, TCI détenait aussi 4% du capital d'Euronext mais avait de meilleures relations avec sa direction, cette dernière ayant opté précédemment pour un rachat d'actions. A ce moment, d'autres fonds activistes rejoignirent TCI au capital de Deutsche Börse et émirent aussi des doutes sur le projet d'offre<sup>354</sup>. Au même moment, des voix s'élevèrent à Londres pour poser la question de la compatibilité du projet de Deutsche Börse avec les exigences de concurrence européenne<sup>355</sup>. Les dirigeants de Deutsche Börse accélérèrent alors leur projet d'offre, notamment pour prendre de court Euronext et l'obliger à sortir du bois<sup>356</sup>. On trouve aussi à cette période, la trace d'un autre activiste, l'allemand Deka, preuve que l'avancée du projet attirait les fonds activistes. Ces derniers obtinrent alors à l'époque qu'un vote de défiance soit organisé contre le conseil de surveillance de Deutsche Börse lors de la prochaine assemblée générale, ceci équivalant à un référendum sur le projet de rapprochement avec le LSE<sup>357</sup>. Le marché restait neutre quant à l'évolution des projets d'offres alors que les actionnaires de Deutsche Börse se déclarant récalcitrants au projet de fusion avec le LSE représentaient 35% de son capital<sup>358</sup>. Les fonds activistes montèrent alors au créneau pour faire prévaloir leurs vues, Atticus ayant rejoint TCI aux alentours de 5% du capital<sup>359</sup>, faisant dire aux dirigeants de l'opérateur allemand que « *Les actionnaires du LSE sont le groupe le plus simple* » et qu'il lui faut encore « *convaincre* »

---

<sup>351</sup> Deutsche Börse peaufine son offre sur le LSE, Les Echos, 17 janvier 2005.

<sup>352</sup> Stéphane Le Page et Thibaut Madelin, Deutsche Börse s'apprête à formaliser son offre sur le LSE, Les Echos, 17 janvier 2005.

<sup>353</sup> Christèle Fradin, LSE : Deutsche Börse soutenu par son conseil de surveillance, Les Echos, 18 janvier 2005.

<sup>354</sup> Ces fonds étaient Atticus Capital, Union Investment et Harris Associates. Le porte parole de l'un de ces fonds estima s'inquiéta d'un « *coût d'acquisition du LSE supérieur au retour sur investissement, d'autant que Deutsche Börse promet déjà aux utilisateurs du LSE des réductions de tarifs sur les transactions* » et indiqua aussi que « *Nous privilégions une solution raisonnable sur le plan commercial. S'il n'est pas possible d'y parvenir, nous souhaiterons que les réserves de trésoreries soient réservées aux actionnaires* ».

<sup>355</sup> L'ex-président du LSE préconise de soumettre le dossier à Bruxelles, Les Echos, 19 janvier 2005.

<sup>356</sup> Thibaut Madelin, Deutsche Börse prêt à lancer cette semaine l'offensive sur le LSE, Les Echos, 24 janvier 2005.

<sup>357</sup> Deutsche Börse prêt à concéder à ses actionnaires un vote de défiance, Les Echos, 1<sup>er</sup> février 2005.

<sup>358</sup> Bataille pour le LSE : le marché préfère rester neutre, Les Echos, 22 février 2005.

<sup>359</sup> Et prenant une position similaire : « *Nous suspicions que la construction d'empire est derrière l'intérêt du management pour le LSE... et mettons en question l'indépendance du conseil de surveillance* ».

ses actionnaires que cette transaction sera plus bénéfique sur trois ans que si nous leur reversions notre cash »<sup>360</sup>. Ils furent immédiatement rejoints par un acteur majeur de la gestion d'actifs Fidelity<sup>361</sup>, d'autres *hedge funds* montant au capital<sup>362</sup>. C'est probablement à ce moment que Chris Hohn, gérant de TCI, a indiqué aux dirigeants de Deutsche Börse qu'il était tellement soutenu qu'il pouvait « amener Donald Duck au conseil de surveillance »<sup>363</sup>.

**112.** Ce fût aussi sans doute le point de basculement du projet d'offre. Deutsche Börse tenta de se protéger contre une contestation de l'un de ses actionnaires, alors qu'une grande banque d'investissement américaine s'opposait également au projet de rapprochement<sup>364</sup>, et que des rumeurs de remplacement du patron de la bourse allemande commençaient à surgir<sup>365</sup>. Les dirigeants allemands reconnurent finalement que les actionnaires opposés au projet étaient majoritaires et refusèrent d'initier une offre sur le LSE<sup>366</sup>. Les opposants avaient probablement dépassés les 50% du capital et avaient été rejoints par des actionnaires qui apparaissaient alors comme modérés. Les dirigeants et le conseil de surveillance commencèrent alors à travailler sur de nouvelles « options stratégiques »<sup>367</sup> et tentèrent de neutraliser la fronde<sup>368</sup> menée par TCI qui voulait remplacer le conseil de surveillance<sup>369</sup>. La société lança ensuite un programme de rachat d'actions, conformément aux vœux initiaux de TCI<sup>370</sup>, devant être accompagné d'une distribution de dividendes et de la création d'un comité d'actionnaires. La bataille ne s'arrêta cependant pas là, le fonds TCI cherchant alors à remplacer les dirigeants en place<sup>371</sup>, entraînant une timide intervention du régulateur allemand<sup>372</sup>. Malgré la mise en place d'un comité pour dialoguer avec les actionnaires<sup>373</sup>, ces

---

<sup>360</sup> Thibaut Madelin, Le climat se tend entre Deutsche Börse et ses actionnaires, Les Echos 23 février 2005.

<sup>361</sup> Fidelity s'oppose à son tour à l'offre sur le LSE de Deutsche Börse, Les Echos, 25 février 2005.

<sup>362</sup> Thibaut Madelin, Les fonds d'investissement montent en force au capital, Les Echos, 1<sup>er</sup> mars 2005.

<sup>363</sup> Thibaut Madelin, Werner Seifert tire la sonnette d'alarme sur les « hedge funds », Les Echos, 4 avril 2006.

<sup>364</sup> Il s'agissait de Merrill Lynch, aussi banquier conseil du LSE.

<sup>365</sup> Thibaut Madelin, Deutsche Börse veut éviter une injonction de ses actionnaires, Les Echos, 1<sup>er</sup> mars 2005.

<sup>366</sup> Patrick Jenkins, Deutsche Börse décide de retirer son offre informelle sur le London Stock Exchange, Les Echos, 7 mars 2005.

<sup>367</sup> Thibaut Madelin, London Stock Exchange : Deutsche Börse veut appliquer ses «options stratégiques », Les Echos, 17 mars 2005.

<sup>368</sup> Les dirigeants envoyèrent une lettre ouverte à TCI indiquant que « *Votre projet de modification immédiate de la composition du conseil ressemble à un changement pour le changement plus qu'à un changement pour satisfaire un objet spécifique (...). Nous pensons que le temps est venu de mettre un terme à ce drame et espérons que TCI acceptera de nous rejoindre dans la recherche du meilleur pour la société, ses actionnaires, ses clients et ses employés* ».

<sup>369</sup> LSE : Deutsche Börse enjoint TCI de lui apporter son soutien, Les Echos, 8 avril 2005.

<sup>370</sup> Marina Alcaraz, Deutsche Börse lance son programme de rachat d'actions, Les Echos, 13 avril 2005.

<sup>371</sup> Deutsche Börse : les fonds actionnaires dans le collimateur du régulateur, Les Echos, 18 avril 2005.

<sup>372</sup> Thibaut Madelin, Le ton monte entre Deutsche Börse et le fonds TCI, Les Echos, 20 avril 2005.

<sup>373</sup> Deutsche Börse met en place un comité pour dialoguer, Les Echos, 21 avril 2005.

derniers continuèrent à contester les dirigeants<sup>374</sup>. La victoire fût totale pour les fonds activistes avec la démission du dirigeant contesté<sup>375</sup>, ils poussèrent leur avantage en influençant fortement la composition de la nouvelle direction<sup>376</sup>. Les « sauterelles » avaient empêché l'offre et remplacé les dirigeants de la société<sup>377</sup>.

**113. Enseignements.** Cet épisode démontre avant tout la puissance de TCI, fonds affichant une vocation philanthropique<sup>378</sup>. Il est surtout un parfait exemple de la stratégie de blocage d'une offre avec une prise de participation du côté de l'initiateur de celle-ci. Le fonds n'a ni créé, ni modifié la structuration de l'offre, mais a tout simplement empêché le lancement de cette dernière, la jugeant inopportune. Il illustre aussi les situations de conflits d'intérêts dans lesquels peuvent se retrouver ces fonds<sup>379</sup>. En l'espèce Atticus avait pris des participations dans les deux opérateurs boursiers menaçant le LSE, Deutsche Börse et Euronext. Ce type de situation peut conduire à des conflits d'intérêts étant donné que les deux entreprises auront des intérêts opposés, cependant une seule pourra réussir à mettre la main sur son concurrent. On peut dès lors redouter que le fonds empêche l'une des deux sociétés de mener à bien son projet stratégique pour favoriser l'autre, et ce uniquement pour des raisons financières. Cela ne s'est pas vérifié dans le cas étudié, mais les études précédemment citées attestent d'exemples de ce genre.

**114.** Ce cas permet aussi de vérifier deux constantes : le regroupement de plusieurs autres actionnaires, aux profils divers, autour des principaux actionnaires activistes et l'utilisation des moyens de communication à destination du grand public ou du public spécialisé pour expliquer leur stratégie. Ce cas présente cependant deux particularités très

---

<sup>374</sup> Thibaut Madelin, Deutsche Börse : la rébellion ne s'apaise pas avant la réunion du conseil de surveillance, Les Echos, 9 mai 2005.

<sup>375</sup> Philippe Guillaume, Le paysage boursier européen perd son « Rambo », Les Echos, 10 mai 2005 ; Les investisseurs prennent le pouvoir, Les Echos, 11 mai 2005.

<sup>376</sup> Patrice Drouin, Deutsche Börse sous l'emprise de TCI, Les Echos, 11 mai 2005 ; Thibaut Madelin et Meike Schreiber, Deutsche Börse promet le ciel à ses actionnaires, Les Echos, 26 mai 2005.

<sup>377</sup> Thibaut Madelin, Werner Seifert tire la sonnette d'alarme sur les « hedge funds », Les Echos, 4 avril 2006. L'ancien dirigeant de la bourse allemande a en effet fortement critiqué l'attitude des hedge funds dans un livre, les comparant à une « invasion de sauterelles » : « Grâce à sa récente loi sur l'essor des marchés de capitaux, le marché financier allemand n'a pas à rougir face à d'autres places internationales, mais je crois que nous avons été un peu naïfs (...). Nous aurions dû développer des sanctions (...) pour ceux qui dépassent les frontières ».

<sup>378</sup> Les troubles fêtes de la consolidation, Les Echos, 11 mai 2005. Le fonds s'engage ainsi à reverser une partie des gains réalisés à une fondation pour l'enfance qu'il contrôle. Cela doit être nuancé, Solveig Dodeluck et Philippe Escande relevant dans Les pirates du capitalisme : comment les fonds d'investissement bousculent les marchés (Albin Michel) que le fonds n'avait pas encore trouvé de projet à financer et que la fondation réinvestissait donc l'argent récolté dans le fonds...

<sup>379</sup> Marcel Kahan and Edward Rock, Hedge funds in corporate governance and corporate control, U. Pa. L. Rev., Mai 2007, 155, n°5, p 1066.

intéressantes et intimement liées selon nous. La première est l'absence quasi-totale de communication des dirigeants avec les fonds activistes, du moins jusqu'à ce que la menace soit dangereuse pour le projet de rapprochement. La seconde est la politique jusqu'au boutiste des fonds activistes. Ces derniers ne se sont en effet pas arrêtés à l'échec de l'offre mais ont poursuivi leur offensive jusqu'à obtenir la démission du dirigeant. Nous ne pouvons affirmer avec certitude que les deux cas soient liés mais il est probable qu'il en aurait été autrement si la société s'était engagée dans un dialogue avec ces fonds activistes dès leurs premières communications. Relevons enfin que cette campagne activiste a amené l'Allemagne à abaisser le seuil de déclaration de franchissement de 5% à 3%<sup>380</sup>. Le fonds TCI a continué à appliquer cette stratégie, notamment en critiquant récemment la stratégie de croissance externe de Safran<sup>381</sup>.

#### b. La suite : l'exemple Euronext et NYSE.

**115. La fusion entre NYSE et Euronext.** Nous avons choisi d'étudier cette opération étant donné qu'elle est en partie la conséquence de l'échec de l'opération précédente et que les fonds y ont joué un rôle différent. Nous avons vu que le paysage boursier européen était à l'époque en pleine recomposition et qu'Euronext avait étudié de très près le dépôt d'une offre sur le LSE avant de finalement y renoncer. Un fonds activiste demanda ainsi à la direction d'Euronext d'étudier un rapprochement avec Deutsche Börse<sup>382</sup>. La direction n'était pas hostile<sup>383</sup> et TCI, toujours actionnaire d'Euronext, non plus. Le P-DG d'Euronext lança alors l'étude d'une solution alternative avec l'opérateur de la bourse New-Yorkaise, le NYSE<sup>384</sup> étant donné que les discussions avec Deutsche Börse s'enlisaient et que la direction ne voulait pas se laisser dicter sa stratégie par les *hedge funds*<sup>385</sup>. Surtout, les synergies étaient les

---

<sup>380</sup> Patrice Drouin, Berlin va durcir sa politique à l'encontre des « hedge funds », Les Echos, 4 mai 2006.

<sup>381</sup> Bruno de Roulhac, Le fonds activiste TCI fustige la stratégie d'acquisitions de Safran, L'AGEFI, 11 octobre 2012.

<sup>382</sup> Les fonds mettent la pression sur Euronext pour une fusion avec Deutsche Börse, Les Echos, 5 avril 2006. Le fonds en question, Winchfield Holdings NV, demanda à ce que les actionnaires, réunis en assemblée générale, se prononce sur une résolution visant « une discussion sur le principe qu'une fusion entre Deutsche Börse et Euronext NV est dans le meilleur intérêt de tous les actionnaires d'Euronext ».

<sup>383</sup> Elle avait indiqué qu'elle « informera ses actionnaires de toutes les options disponibles et, dans la mesure du possible, leur soumettra une recommandation sur la voie pouvant être envisagée ».

<sup>384</sup> « Euronext confirme que ses échanges avec plusieurs acteurs du secteur progressent rapidement en vue d'une transaction stratégique de grande ampleur ».

<sup>385</sup> Isabelle Chaperon et Philippe Guillaume, Euronext et le New-York Stock Exchange mènent des négociations au pas de course, Les Echos, 19 mai 2006.

mêmes que celles qui auraient été réalisées dans le cadre du projet de rapprochement avec Deutsche Börse. Enfin, un rapprochement avec le LSE était définitivement empêché par l'irruption du NASDAQ à son capital. Aussi, le fonds Atticus se désolidarisa de TCI et s'estima ouvert aux deux projets de rapprochement<sup>386</sup>. Ce fonds s'érigea alors en arbitre de la consolidation boursière mondiale avec 6% du capital du NYSE, 9% d'Euronext et 5% de celui de Deutsche Börse. Le fonds s'érigea alors en allié des dirigeants d'Euronext en disant, dans un communiqué « *applaudir M.Hessels et M. Théodore [dirigeants d'Euronext] dans leurs démarches d'exploration attentive de toutes les opportunités* » en estimant qu'ils « *tentent sincèrement de créer de la valeur pour les actionnaires en travaillant dans la direction de la finalisation d'une opération* ». La conclusion est limpide : « *Nous soutenons le conseil d'administration d'Euronext ainsi que l'appréciation de son management sur l'offre qui est la plus profitable pour les actionnaires* ». Ce soutien permit le rapprochement des deux opérateurs boursiers et donna naissance à NYSE-Euronext, regroupant les bourses de New-York, Paris, Amsterdam et les autres membres d'Euronext. Ce groupe fusionna avec un autre opérateur ICE en 2013, en l'absence de toute intervention publique d'un actionnaire activiste<sup>387</sup>.

**116. Enseignements.** Cette opération a indéniablement fait moins couler d'encre étant donné que l'attitude du fonds activiste n'a pas été hostile à l'égard des dirigeants. Contrairement aux autres opérations précédemment étudiées le fonds activiste ne s'est aucunement opposé aux dirigeants de la société dans laquelle il a investi ; au contraire, il a favorisé leur stratégie et l'a même sécurisée. Nous sommes donc dans le cas d'un fonds favorisant la réalisation d'une offre publique. Cet exemple montre aussi que les dirigeants peuvent résister à une campagne activiste menée par des *hedge funds* s'ils prennent conscience de la menace et étudient les demandes de ces fonds. Les dirigeants d'Euronext ont, en effet, mené une politique de dialogue avec leurs actionnaires. Cependant, ils ne se sont pas laissés dicter leur stratégie par ces fonds. Au contraire, ils ont proposé une alternative stratégique suffisamment convaincante au rapprochement soutenu par les fonds. Ils ont donc imposé leur stratégie, cette dernière faisant industriellement sens et étant créatrice de valeur, elle a été soutenue par Atticus.

---

<sup>386</sup> Massimo, Prandi, Le fonds Atticus épouse la démarche de la direction d'Euronext, Les Echos, 26 mai 2006.

<sup>387</sup> ICE rachète le NYSE et veut mettre en Bourse Euronext, Les Echos.fr, 20/12/2012. Article consultable avec le lien suivant : [http://www.lesechos.fr/20/12/2012/lesechos.fr/0202461791131\\_ice-rachete-le-nyse-et-veut-mettre-en-bourse-euronext.htm](http://www.lesechos.fr/20/12/2012/lesechos.fr/0202461791131_ice-rachete-le-nyse-et-veut-mettre-en-bourse-euronext.htm). Consulté le 9 avril 2013.

117. Cet épisode montre aussi que des divergences stratégiques peuvent exister entre les fonds activistes. En l'occurrence, ici, certains soutenaient un rapprochement avec l'opérateur allemand tandis que d'autres se sont laissés convaincre de l'utilité d'un rapprochement avec le NYSE. Les fonds activistes peuvent donc avoir des analyses divergentes, donc des politiques aussi différentes, ce qui peut être habilement utilisé par les dirigeants en place. Un enseignement majeur est donc que les fonds seront très attentifs à ce que proposent les dirigeants de la société. Avec l'étude de ces deux opérations, on peut conclure que deux fonds activistes, TCI et Atticus, ont accéléré, sinon provoqué, et guidé la restructuration du paysage boursier européen et américain, soit en s'opposant à des rapprochements, soit en encourageant d'autres. Ils jouent donc un rôle macroéconomique majeur et constituent une menace réelle et sérieuse pour des dirigeants en panne de stratégie ou s'engageant dans un projet de rapprochement hasardeux.

### **B. L'intervention des actionnaires activistes dans les offres publiques de retrait.**

118. Dans le cadre des offres publiques de retrait (OPR), la stratégie adoptée par les fonds activistes consistera principalement à bloquer l'offre proposée. Ils chercheront à monnayer au mieux leur participation pour que la société puisse sortir de la cote. Il s'agit clairement d'une stratégie de blocage de la part d'un actionnaire qui s'engagera dans la vie sociale pour s'opposer à un projet spécifique dans le but d'obtenir une maximisation de la valeur financière de sa participation. Cette stratégie s'avère être assez efficace (1). La comparaison des stratégies adoptées lors des OPA-OPE à celles adoptées dans le cadre des OPR nous permet de relever des points communs, mais aussi des divergences entre elles. Elles traduisant néanmoins l'image d'actionnaires pleinement impliqués dans la vie des sociétés cibles de ces opérations. Malgré les différences, notamment de finalité, cela démontre une réelle prise de position de ces actionnaires (2).

## 1. La stratégie de blocage de l'offre.

119. Les fonds activistes ont aussi mené des opérations de blocage de l'offre dans le cadre de tentatives de retrait de la cote de sociétés cotées. Deux opérations sont emblématiques de cette stratégie : l'échec de l'offre sur Camaïeu (a) et les complications du retrait de la cote d'APRR (b).

### a. L'exemple Camaïeu.

120. **L'exemple de l'OPR de AXA Private Equity sur Camaïeu.** Axa Private Equity est l'un des plus importants fonds de LBO dans le paysage européen et a vocation à intervenir sur des opérations de grande taille<sup>388</sup>. Ce fonds avait décidé d'investir dans Camaïeu, entreprise française de prêt à porter. La chronologie de l'offre a été parfaitement présentée par un auteur<sup>389</sup>. En janvier 2005, le fonds acquit les participations directes et indirectes détenues par les familles fondatrices et les dirigeants de la société de prêt à porter dans le cadre d'une opération de *Leveraged Buy Out* (LBO)<sup>390</sup>. Elles représentaient 39.6% du capital et 55.1% des droits de vote. Le prix d'acquisition était de 85€, soit 13% de plus que le cours moyen. Le fonds indiqua alors qu'il entendait lancer une offre publique de retrait sur le reste du capital. L'annonce de cette offre intervint le 13 janvier 2005, le prix proposé était aussi de 85€ par action<sup>391</sup>. Suite à une suspension de la cotation, le marché réagit à la hausse, le cours de l'action s'affichant à 90.8€, soit 6.8% au dessus du prix de l'offre. Le consensus des analystes financiers jugeait la valorisation de l'offre trop faible. La cotation du titre est alors suspendue entre le 1<sup>er</sup> et le 16 février 2005 pendant que l'AMF examine l'offre. C'est à cette époque que les fonds spéculatifs choisissent de faire leur entrée au capital, détenant entre 20 et 30% du capital de la société<sup>392</sup>. L'offre publique est finalement un échec pour AXA Private Equity.

---

<sup>388</sup> Voir le site corporate d'AXA PE : <http://www.axaprivateequity.com/>.

<sup>389</sup> Matteo Bozzo, Les stratégies de blocage utilisées par les hedge funds lors des offres publiques, HEC Paris, Club finance, Les études du club n°72, décembre 2007.

<sup>390</sup> Pierre Vernimmen, Finance d'entreprise 2013, 11<sup>ème</sup> édition, p.1039 : « *Un LBO, ou leveraged buy out, est le rachat des actions d'une entreprise financé par une très large part d'endettement. Concrètement un holding est constitué, qui s'endette pour racheter la cible. Le holding paiera les intérêts de sa dette et remboursera celle-ci grâce aux dividendes réguliers ou exceptionnels provenant de la société rachetée* ».

<sup>391</sup> L'auteur relève que cela représentait alors une prime de 13% par rapport au cours de bourse de la séance précédente.

<sup>392</sup> La Tribune cité par Matteo Bozzo, *Ibid* : « *Le problème, c'est que pas moins de 20% à 30% du capital sont aux mains de fonds d'investissement spéculatifs. Qui jugent chiche le prix de l'OPA, chiffré à 85 euros, indique à*

Entre temps, un *hedge fund*, Sandell Asset Management Europe, avait annoncé détenir 7.24% du capital et 5.86% des droits de vote de Camaïeu. Juste avant la clôture de l'offre, le *hedge fund* annonça avoir franchi le seuil de 10.43% du capital et de 8.45% des droits de vote. L'initiateur de l'offre entra alors en négociation avec ce fonds et acquit, le 12 décembre 2005, le bloc de titres pour un prix de 130€ par actions. Axa Private Equity dépassa alors le seuil de 52.8% du capital et de 64.7% des droits de vote. Il annonça par la suite son intention de lancer une offre pour acquérir la totalité du capital restant.

**121.** Les 13 et 14 décembre 2005, alors que le cours de bourse se rapprochait du nouveau prix proposé, un nouvel entrant, Boussard & Gavaudan Asset Management LP<sup>393</sup>, annonça détenir 5% du capital de la société et 4.84% des droits de vote, soit suffisamment pour empêcher le lancement d'une offre de retrait obligatoire... AXA Private Equity ne contacta pas le nouvel intru et sa seconde offre échoua<sup>394</sup>. Axa Private Equity céda finalement sa participation dans Camaïeu au fonds Cinven en mars 2007, pour un prix de 267€ par action, sans avoir réussi à sortir l'entreprise de la bourse. Cinven, négociant alors avec les actionnaires minoritaires, parvint à franchir le seuil des 95% du capital<sup>395</sup>, seuil d'importance car permettant d'initier une offre publique de retrait et de bénéficier de l'intégration fiscale pour la dette de la société.

**122. Enseignements.** Il s'agit probablement de l'un des meilleurs exemples du rôle joué par les fonds activistes pour empêcher une opération de sortie de la bourse d'une société cotée. Cette opération est riche d'enseignements. Cela permet tout d'abord de vérifier que le seuil des 95% est crucial dans ce type d'opération. Il donne la possibilité d'initier une offre publique de retrait obligatoire et d'avoir droit à l'intégration fiscale. Le corollaire de ce seuil est que les fonds prendront particulièrement soin de remplir leurs déclarations de franchissement de seuils pour faire connaître leur position aux dirigeants de la société. Nous pouvons constater que les fonds activistes se regroupent pour parvenir au même objectif. Cet objectif sera d'atteindre la juste valorisation de l'offre visant à retirer la société de la bourse.

---

*La Tribune l'un de ces hedge funds français, actionnaire de Camaïeu depuis décembre, sans autre précision. Une certitude : ce hedge fund préférerait se voir offrir entre 120 et 130 euros. Et affirme que les hedge les plus gourmands aspirent à une fourchette de 130 à 150 euros ».*

<sup>393</sup> Il est intéressant de relever que les dirigeants de ce fonds refusent la dénomination d'activiste : Xavier Diaz, « Nous sommes des banquiers pas des spécialistes en réorganisation », L'AGEFI Hebdo, 7 juin 2012.

<sup>394</sup> Matteo Bozzo, *Ibid.* Dow Jones Bourse, 14 février 2006 : « Il me semble qu'un investisseur qui lance une OPA se doit de rencontrer les minoritaires dont il convoite les titres. Or Axa ne nous a même pas contactés pour s'enquérir de nos intentions ».

<sup>395</sup> Olivier Pinaud, Cinven met fin à six ans d'épreuve de force avec les hedge funds sur Camaïeu, L'AGEFI, 30 mars 2011.



**123.** Les échecs d'AXA Private Equity et le succès de Cinven montrent un autre point fondamental. Les fonds activistes sont entièrement ouverts à la négociation avec l'initiateur de l'offre. Les deux offres initiales ont probablement échoué du fait de l'absence de négociations avec les fonds détenteurs d'une participation importante à l'intérieur de la société. On relèvera que l'offre de Cinven n'aurait pas forcément réussi si elle s'était déroulée dans le même contexte que celles d'AXA Private Equity. En effet, cette dernière fût initiée dans un contexte de crise financière et de faible liquidité du titre, facilitant la négociation. Cette négociation conduisit aussi à l'entrée au capital de Camaïeu et une participation à la dette de l'opération pour les *hedge funds* en question<sup>396</sup>. On peut donc en conclure que tout dépendra du contexte financier dans lequel l'offre est initiée.

#### b. L'exemple de l'offre d'Eiffarie sur APRR.

**124. Le blocage de l'offre d'Eiffarie par les fonds activistes.** En 2005, le gouvernement français, décida de privatiser les autoroutes françaises, notamment pour financer son désendettement<sup>397</sup>. Des offres furent déposées par différents consortiums, composés d'acteurs du secteur (comme Vinci, Bouygues, Eiffage et Abertis) ainsi que d'acteurs financiers. APRR détenait la concession pour les autoroutes du Rhin et du Rhône<sup>398</sup>. A l'issue du processus de privatisation ce fût le consortium composé d'Eiffage et de Macquarie<sup>399</sup>, dénommé Eiffarie, qui obtint le contrôle de cette société. Le processus de l'offre est aussi parfaitement résumé dans un travail de recherche réalisé sur la question<sup>400</sup>. Le 16 février 2005, Eiffarie acquit les actions détenues par l'Etat au prix de 61€ l'action. Elle détenait alors 74.66% du capital et des droits de vote de la société ce qui l'obligeait à lancer une garantie de cours<sup>401</sup> pour permettre aux autres actionnaires de bénéficier d'une porte de sortie équivalente. Cette garantie de cours est ouverte le 17 mars 2006. A cette occasion, le P-

---

<sup>396</sup> Olivier Pinaud, Cinven met fin à six ans d'épreuve de force avec les hedge funds sur Camaïeu, L'AGEFI, 30 mars 2011.

<sup>397</sup> Christophe Jakubyszyn, Le gouvernement lance la privatisation des autoroutes françaises, Le Monde, le 23 août 2005.

<sup>398</sup> Voir le site Corporate du groupe : <http://www.aprr.fr>.

<sup>399</sup> Macquarie est une banque australienne d'investissement spécialisée dans le rachat et l'exploitation d'infrastructures telles que les autoroutes, ports, aéroports,... Voir le site corporate du groupe: <http://www.macquarie.com/>.

<sup>400</sup> Matteo Bozzo, *Ibid.*

<sup>401</sup> Le document est disponible au lien suivant, consulté le 6 octobre 2012 : [http://www.aprr.com/Templates/note\\_information\\_140306.pdf?FileID=pdf%2Fnote\\_information\\_140306.pdf](http://www.aprr.com/Templates/note_information_140306.pdf?FileID=pdf%2Fnote_information_140306.pdf)

DG d'Eiffage précise que si le seuil des 95% n'est pas atteint, cela n'entraînera pas un réajustement du prix à la hausse. Aux alentours du 27 mars 2006, le cours de bourse se situe largement au-dessus du niveau proposé lors de la garantie de cours, ceci démontrant un achat massif de titres. Le 7 avril, le *hedge fund*, Elliott Management Corporation, annonça détenir 7.01% du capital. A l'issue de la garantie de cours, le holding de reprise détenait 81.48% des actions APRR. En mai 2006, au moment de l'assemblée générale des actionnaires, le fonds activiste détient 10.3% du capital de la société, empêchant toute offre de retrait obligatoire. Les dirigeants indiquèrent à cette occasion qu'ils ne se plieraient pas au jeu du fonds activiste et ne revaloriseraient pas leur offre.

**125.** Deux éléments peuvent expliquer cette stratégie. Tout d'abord, la durée de la concession était de 26 ans, laissant le temps au consortium de rentabiliser son investissement. Ensuite, il semble qu'une clause ait existé dans l'accord de cession avec l'Etat obligeant le consortium à indemniser ce dernier si l'offre de retrait de la cote était supérieure au prix proposé par l'Etat. En juin 2006, APRR verse un dividende exceptionnel de près de 10 euros (9.58 exactement) mais le cours de bourse s'installe durablement aux alentours des 60€. Ce ne fût qu'en juin 2010 que le consortium réussit à passer le seuil des 95% du capital et des droits de vote du concessionnaire d'autoroutes. Elle initia alors une offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire.

**126. Enseignements.** Outre les enseignements sur le sursis à exécution en droit boursier<sup>402</sup>, ce cas présente des aspects intéressants dans le cas de notre étude. Il permet de vérifier l'importance stratégique du seuil des 95%, le blocage du fonds s'étant cristallisé autour de ce seuil. Il démontre qu'il est possible, pour une société, de réussir son OPR en tenant tête face aux fonds. Ce cas présente des aspects originaux. Tout d'abord, un seul fonds activiste a pris une participation dans la société et a mené la fronde à l'encontre du projet de sortie de la cote. Ensuite, il s'agissait d'acteurs industriels, ou tout du moins avec une vision d'investissement à long terme. On peut ainsi supposer que, contrairement à un fonds de *private equity*, leur horizon d'investissement était plus long et leur stratégie plus souple du fait

---

<sup>402</sup> Didier Martin, IV. L'affaire APRR-Eiffarie, Chronique/Pubic M&A – Offres Publiques, RTDF n°1/2, 2011, p.127. Le sursis à exécution de la décision de conformité a été prononcé aux motifs que « *la mise en œuvre du retrait obligatoire rend définitif le transfert des titres objets de l'offre. Il s'ensuit qu'une fois exécutée la décision litigieuse, ses effets seront irréversibles, nonobstant son annulation ultérieure par la cour, privant, de surcroît, le département de Saône-et-Loire de tout recours effectif contre cette décision* », ainsi « *l'irréversibilité induite par l'exécution de la décision, la privation d'un droit effectif de recours, constituent des conséquences manifestement excessives* ».

de l'absence d'une dette importante à rembourser. Les stratégies de blocage seront donc parfaitement différentes en fonction de l'acteur souhaitant retirer la société de la bourse.

**127.** Relevons enfin que l'issue de cette bataille a probablement été repoussée par les problèmes d'actionnariat d'Eiffage. Cette dernière société a en effet dû réagir à la montée hostile à son capital de l'Espagnol Sacyr. Les dirigeants devant alors se défendre contre cette tentative de prise de contrôle rampante. Finalement, cette tentative de prise de contrôle échoua et Eiffage resta indépendant<sup>403</sup> mais il est probable que l'issue de l'offre sur APRR aurait été plus rapide si l'une des parties au consortium n'avait pas été menacée de la sorte.

## **2. La comparaison des deux stratégies.**

**128.** L'activisme dans le cadre des offres publiques se traduit donc au travers de deux stratégies bien distinctes. Il peut s'agir d'une campagne pour soutenir ou s'opposer à un changement de contrôle, ou à une autre forme d'activisme portée sur le blocage de l'opération. Ces deux types de stratégies présentent des traits communs, certains manifestes (a) qui reflètent un actionnaire engagé et présent dans la vie de la société. Cependant la même analyse ne peut s'appliquer aux deux stratégies étant donné l'existence de différences importantes tenant à la fois aux conditions de ces campagnes mais aussi à leurs résultats et leurs finalités (b).

### **a. Les éléments communs.**

**129. La stratégie de blocage.** Le premier élément commun aux stratégies étudiées précédemment, que ce soit dans le cas d'une prise de contrôle d'une société ou d'une offre publique de retrait est la mise en place d'une stratégie de blocage pour obtenir la réévaluation de l'offre ou un changement de la stratégie mise en place. On l'a vu, les fonds joueront ainsi sur des seuils. Ce pourra être celui des 95% pour empêcher l'initiation d'une offre publique de retrait et l'intégration fiscale<sup>404</sup>. Dans le cadre d'une offre de prise de contrôle, ce sera le

---

<sup>403</sup> Sacyr a vendu sa part dans Eiffage, Les Echos, 17 avril 2008.

<sup>404</sup> Cette question des seuils s'est aussi vérifiée dans le cadre des offres publiques sur Buffalo Grill, Elior et Alain Afflelou. Matteo Bozzo, *Ibid*, p.9

franchissement de certains seuils entraînant une obligation de déclaration. Les seuils seront donc utilisés de manière différente et en fonction de leur finalité propre en fonction de l'objet de l'offre. Surtout, nous avons vu dans l'ensemble de ces exemples que les fonds ne prennent que des positions minoritaires, en aucun cas ils n'ont cherché, ou même menacé, de prendre le contrôle de la société. Cela marque ainsi une très claire distinction avec les fonds de *private equity* dont la finalité sera la prise de contrôle de la société. De la même manière, ces exemples montrent que les actionnaires activistes interviennent quel que soit le type d'offre, amicale ou hostile.

**130.** Même si les offres hostiles constituent généralement de grandes opportunités pour des surenchères, les fonds peuvent aussi trouver des opportunités financières dans les offres amicales. Le caractère amical d'une offre peut inciter le conseil d'administration à valoriser à minima la société cible étant donné qu'il sera soutenu pas les actionnaires et que la prime proposée ne servira pas à compenser cette absence de soutien. In fine, ce qui importe c'est l'existence d'une opportunité financière. Les actionnaires activistes, on l'a vu, s'adaptent aux différentes offres auxquelles ils ont à faire. Ils peuvent forcer les dirigeants d'une société à la mettre en vente, comme se focaliser uniquement sur la structuration d'une offre. On voit donc que les activistes ne détermineront pas leurs stratégies en fonction du type de l'opération en cause, mais uniquement en fonction des opportunités financières qui seront présentes. Un autre constat est que la taille de l'entreprise n'est pas de nature à dissuader les *hedge funds* activistes<sup>405</sup>. Contrairement à l'analyse financière classique en matière d'OPA, la taille ou la valorisation importante de l'entreprise ne seront pas forcément de nature à dissuader un fonds activiste. Il en va de même du prestige ou de l'importance politique d'une société, la chute d'ABN AMRO en est le meilleur exemple.

**131. Les stratégies mises en place.** De nombreux points communs entre les stratégies mises en place dans les offres précédemment étudiées peuvent être relevés. Le premier est la vérification de la stratégie précédemment décrite du *wolf pack* visant à coaliser plusieurs actionnaires autour de la campagne activiste. Ces actionnaires pourront être d'autres fonds activistes (comme Atticus suivant TCI), des fonds de gestion (comme Fidelity appuyant TCI contre les dirigeants de Deutsche Börse) ou encore des actionnaires minoritaires<sup>406</sup>. Surtout, on a vérifié le poids important des associations de défense des actionnaires minoritaires. Les différents cas étudiés montrent aussi le caractère limité de ces *wolf pack*. Les fonds ne se

---

<sup>405</sup> Pierre de Gasquet, TCI, le fonds qui fait trembler la finance, Les Echos, 29 novembre 2007.

<sup>406</sup> Claire Gatinois, L'activisme des hedge funds soutenu par les minoritaires, Les Echos, 24 août 2005.

regrouperont informellement autour d'un objectif commun que s'ils partagent des intérêts convergents. Ce regroupement ne tient donc pas à leur nature de fonds activistes mais au fait qu'ils recherchent le même objectif. Dès que les objectifs poursuivis divergeront il n'est plus du tout certain que le pacte informel y survivra. C'est ce qui s'est vérifié avec l'attitude d'Atticus lors de l'annonce de la fusion d'Euronext et du Nyse. Le fonds a soutenu cette fusion, et a permis sa réalisation, alors que son homologue TCI s'y opposait. Toujours sur cette question, il est intéressant de relever qu'un accord avec un fonds ne sécurisera pas forcément une nouvelle offre. L'opération sur Camaïeu en est un très bon exemple. L'accord avec le premier fonds activiste n'empêcha en rien un second de s'inviter au capital et d'empêcher la réussite de la deuxième tentative de sortir la société de la bourse. On relèvera, pour une analyse future concernant les arbitragistes, qu'aucun de ces fonds n'a déclaré agir de concert avec un autre, et qu'aucun indice n'a laissé penser qu'une telle action de concert avait pu avoir lieu. Les fonds activistes sont aussi très ouverts aux médias<sup>407</sup> et ont une politique de communication développée. On a ainsi vu qu'ils n'hésitaient pas à critiquer publiquement les dirigeants qui ne souhaitaient pas tenir compte de leurs propositions.

**132.** L'étude de ces cas nous permet de vérifier que ces fonds constituent des participations significatives, généralement amplifiées par le ralliement d'autres actionnaires déjà présents au capital de la société. Sur les opérations étudiées, les fonds activistes avaient constitué des participations comprises entre 5 et 15%, à l'exception notable de Knight Vinke dans Suez dont la participation avoisinait le 1% du capital. On peut aussi relever que ces participations ne sont pas figées, les fonds n'hésitant pas à les augmenter ou les diminuer en fonction de l'évolution de l'offre à laquelle ils ont pris part. Cela nous permet de conclure que même s'il apparaît préférable de constituer une participation importante, ce sera surtout l'écho trouvé auprès du marché qui fera, ou non, le succès de l'opération. Enfin, d'autres enseignements rapides peuvent être tirés de ces opérations. L'étude de ces cas montre ainsi que les fonds respectent scrupuleusement la réglementation, ainsi aucun n'a été accusé d'avoir manqué à ses obligations de déclaration de franchissement de seuils. Ensuite, une pratique commune entre ces fonds est la volonté, généralement constante, d'entamer un dialogue avec les dirigeants de la société.

---

<sup>407</sup> Pierre de Gasquet, TCI, le fonds qui fait trembler la finance, Les Echos, 29 novembre 2007.

## b. Les éléments de différenciation.

**133. Les seuils.** Le premier élément de différenciation entre les deux types d'offre sera bien entendu l'utilisation des seuils. Comme relevé précédemment<sup>408</sup>, dans une offre de retrait, le seuil des 95% sera stratégique pour pouvoir légalement exproprier les actionnaires minoritaires récalcitrants ou passifs. A l'inverse, dans une offre d'acquisition, les franchissements de seuils seront utilisés pour signaler une présence importante au capital du fait de l'obligation de déclaration qu'ils imposent. Tout cela pourrait évoluer prochainement si le législateur décide d'introduire un seuil de caducité à 50% pour les OPA et OPE<sup>409</sup>. Dans une OPR, il suffit à l'actionnaire activiste de passer au-dessus des 5%, et donc d'empêcher l'initiateur de l'offre d'atteindre les 95%, pour être dans une situation de blocage.

**134.** Les deux situations sont donc radicalement différentes. Cela implique un élément tenant au risque des stratégies. En intervenant sur une offre de prise de contrôle, le risque est amplifié pour les actionnaires activistes. Ces derniers peuvent se retrouver dans une situation où les dirigeants refusent de modifier leur stratégie. Ils ne pourront modifier le destin de l'offre et seront obligés de se contenter du prix initial, sans pouvoir réaliser de plus-value. A l'inverse, dans le cadre d'une offre de retrait, un fonds activiste dépassant le seuil des 5% pourra être assuré de se voir proposer une surenchère, ou un intéressement direct à l'opération, s'il est certain que l'initiateur de l'offre a un besoin impérieux de sortir la société de la bourse<sup>410</sup>. Cette certitude pourra, par exemple, être acquise s'il s'agit d'un fonds de *private equity* devant nécessairement obtenir le bénéfice de l'intégration fiscale et réduire les coûts liés à la cotation.

**135. La nature différente de l'objectif de la campagne activiste.** En fonction du type d'offre dans lequel on se trouve, les campagnes activistes vont être de nature radicalement différente. Dans le cas d'une offre de prise de contrôle, la campagne visera les dirigeants de la société initiatrice de l'offre, ou de la société cible, ou encore les deux. Les fonds chercheront à entamer le dialogue avec eux puis, si cela n'est pas convaincant, commenceront une campagne de presse et une opposition en assemblée générale. Dans le cas

---

<sup>408</sup> Supra n°9 et suivants.

<sup>409</sup> Alain Pietrancosta et Hervé Pisani, Est-il opportun d'introduire un seuil de caducité automatique de 50%, JCP G, n°15, 2012, p.760.

<sup>410</sup> Matteo Bozzo, *Ibid*, p.12. Les retraits de la côte peuvent être ainsi expliqués par la théorie des coûts de transaction. Ces coûts sont identifiés comme étant : les coûts liés à l'information financière obligatoire ; les coûts liés à la présentation des comptes ; les coûts causés par le nécessaire maintien de la liquidité du titre sur le marché.

d'une offre publique de retrait, les fonds activistes s'opposeront à l'initiateur de l'offre, généralement actionnaire majoritaire. Cette situation change radicalement l'analyse de ces deux opérations. Dans le premier cas, les activistes vont avoir un a priori positif du marché étant donné que les dirigeants sont généralement suspectés de poursuivre leur propre intérêt et non celui de la société<sup>411</sup>. Ils bénéficieront ainsi d'une certaine légitimité à s'opposer à eux<sup>412</sup>. Ils auront surtout les moyens de les écarter s'ils réussissent à réunir la majorité suffisante lors de l'assemblée générale des actionnaires<sup>413</sup>.

**136.** A l'inverse, la situation sera différente lorsqu'ils se retrouveront face à un autre actionnaire. Si ce dernier est majoritaire ils pourront probablement bénéficier d'une bienveillance équivalente de la part du marché. Cela tient au fait qu'il est généralement admis que les actionnaires majoritaires cherchent à privilégier leurs propres intérêts, et non celui des minoritaires<sup>414</sup>. Cependant, les fonds activistes ne disposeront d'aucun moyen de pression à leur encontre si ce n'est une très hypothétique action pour abus de majorité<sup>415</sup>.

**137.** L'étude de ces différents cas nous a ainsi permis de mesurer l'importance du phénomène et ses conséquences. De la même manière, nous avons vu qu'il existait de nombreux points communs entre les campagnes activistes qui avaient été menées contre ces sociétés. On ne peut pas en conclure que les campagnes menées sont identiques étant donné qu'il existe des différences fondamentales, tenant notamment à la nature de l'opération en cause. Dans le cadre de l'activisme en période d'offre publique de retrait, l'actionnaire menant la campagne intervient principalement pour son propre intérêt financier et ne prend guère en compte l'intérêt de la société dans son ensemble. En cela on peut estimer qu'il se rapproche du comportement des arbitragistes que nous allons maintenant décrire. Ces actionnaires s'en différencient aussi fondamentalement étant donné qu'ils s'investiront pleinement dans une contestation de la politique de la société et dialogueront, voire négocieront, avec les dirigeants de cette dernière. Contrairement aux autres actionnaires activistes ils n'interviendront pas nécessairement sur le destin futur de la société mais les deux partagent un même dénominateur commun qui est celui de réponse à la vision d'un actionnaire pleinement engagé. Ils vont venir contester les plans des dirigeants ou de

---

<sup>411</sup> Voir à ce sujet les réflexions sur la théorie de l'agence. J. Armour, H. Hansmann et R. Kraakman, *Agency problems and legal strategies in The Anatomy of Corporate Law, A comparative and functional approach*, Second edition, Oxford University Press.

<sup>412</sup> Ce serait d'ailleurs pour cette raison que les associations de défense des actionnaires minoritaires regardent généralement avec bienveillance l'action des fonds activistes.

<sup>413</sup> Article 225-18 C. Com.

<sup>414</sup> Voir la doctrine sur la théorie de l'agence : J. Armour, H. Hansmann et R. Kraakman, *Ibid.*

<sup>415</sup> Sur l'abus de majorité voir notamment infra n°534 et suivants.

l'actionnaire majoritaire dans le cadre d'une opération spécifique. Ces actionnaires agiront pour maximiser leur participation, mais joueront le rôle que l'on attend d'eux en prenant position en faveur, ou contre, une opération qui leur est proposée. Ils ne seront donc pas passifs dans la gestion et la vie de la société mais au contraire pleinement engagés. L'engagement est présent même si la finalité de cet engagement peut différer.

**138. Conclusion du Chapitre.** L'activisme actionnarial constitue un comportement que peut adopter tout actionnaire avec plus ou moins d'efficacité. Ces stratégies peuvent jouer des rôles déterminants dans les offres publiques en empêchant ou favorisant leur réussite. L'activisme actionnarial témoigne de la complexité de ces stratégies étant donné que pour être pleinement efficace, il nécessite l'intervention et le soutien des autres investisseurs et de tiers, comme les agences de conseil en vote. Il s'agit d'une stratégie particulièrement bien préparée et qui nécessite l'intervention de plusieurs actionnaires activistes en même temps. Cette stratégie implique une analyse de fond de la société et de convaincre les marchés de la pertinence de la stratégie suivie par l'actionnaire. L'activisme actionnarial a démontré sa puissance lors d'opérations majeures. Il est à l'origine de l'offre sur ABN AMRO et a joué un rôle absolument déterminant lors de la recomposition du paysage boursier européen. Les fonds activistes jouent un rôle de premier plan dans les offres de retrait en mettant des bâtons dans les roues à certaines sociétés ne souhaitant pas forcément payer le prix maximum pour sortir une société de la bourse.

**139.** L'activisme actionnarial traduit surtout un comportement de la part d'un actionnaire. Il s'agit d'un actionnaire impliqué dans la société dans laquelle il investit. Lors d'une offre publique, cet actionnaire va prendre en compte la stratégie à long-terme de la société avant de favoriser sa réussite ou de s'y opposer. Cela s'est particulièrement vu avec l'attitude du fonds Atticus lors de la bataille pour le contrôle d'Euronext. L'actionnaire qui adopte une stratégie activiste est donc un actionnaire qui s'implique dans la vie de la société en approuvant, ou en contrecarrant, les projets d'une société. Cette implication se traduit à travers une profonde compréhension de la société et un plein investissement dans l'issue de l'offre publique. Cet actionnaire ne fait donc pas preuve de passivité lors de son investissement. Il doit au contraire analyser en profondeur l'opération, adopter une stratégie et convaincre les autres investisseurs de suivre cette stratégie. L'activisme actionnarial apparaît donc comme étant l'exemple le plus poussé de ce que l'on attend comme implication pour un actionnaire. Il traduit parfaitement la vision d'un actionnaire contrôlant les dirigeants et s'impliquant dans les grandes orientations stratégiques de la société.