



LOUVAIN
School of Management

UNIVERSITE CATHOLIQUE DE LOUVAIN
LOUVAIN SCHOOL OF MANAGEMENT

Impact des actionnaires activistes sur la performance des sociétés ciblées : Application
de la méthodologie des études d'évènement

Promoteur : Philippe Grégoire

Mémoire-recherche présenté par Virginie Bauchau

en vue de l'obtention du titre de
Master en sciences de gestion

ANNEE ACADEMIQUE 2015-2016

Au terme de ce mémoire, je souhaite remercier vivement mon promoteur, Monsieur Grégoire, pour ses nombreux conseils et son suivi régulier. Le temps consacré à nos entretiens et à la relecture finale m'a permis de progresser dans ma démarche et d'améliorer le contenu de ce mémoire.

Je tiens également à remercier les membres de l'équipe TPF de la Banque Degroof Petercam où j'ai effectué mon stage pour l'aide apportée afin d'affiner ma question de recherche. Les compétences que j'y ai acquises ont été très utiles pour la rédaction de ce mémoire.

Ma gratitude va également à toutes les personnes qui, à plusieurs reprises, ont apporté des corrections de forme et de fonds à ce travail.

Enfin, je tiens à remercier ma famille qui m'a toujours soutenue et encouragée tout au long de mes cinq années d'études.

Table des matières

INTRODUCTION.....	1
REVUE DE LITTERATURE	4
1 MISE EN CONTEXTE	5
1.1 Actionnariat	5
2 ACTIVISME ACTIONNARIAL.....	7
2.1 Origines du phénomène.....	7
2.2 Définition générale	9
2.3 Types d'actionnaires activistes	14
2.3.1 Fonds de private equity	14
2.3.2 Fonds institutionnels.....	14
2.3.3 Hedge funds	15
2.4 Entreprises ciblées	16
2.4.1 Caractéristiques.....	16
2.4.2 Secteurs	18
2.4.3 Liquidité	19
2.5 Principales stratégies.....	20
3 IMPACT SUR LA PERFORMANCE.....	24
3.1 Influence sur le cours de l'action.....	24
3.2 Influence sur la performance opérationnelle.....	27
ETUDE EMPIRIQUE	28
1 MOTIVATION	29
2 COLLECTE DES DONNEES	30
3 DESCRIPTION DES DONNEES.....	32
3.1 Fonds activistes.....	32
3.2 Sociétés ciblées	34
3.2.1 Secteurs et régions géographiques.....	34
3.2.2 Capitalisation boursière.....	37
3.2.3 Taux d'endettement.....	38
3.2.4 Stratégies poursuivies par les hedge funds	38
3.2.5 Performance des échantillons	41
4 METHODOLOGIE	44
5 MISE EN PERSPECTIVE	49
5.1 Résultats.....	49
5.1.1 Etude d'événement par région	51
5.1.2 Etude d'événement par secteur.....	53

5.1.3	Etude d'événement par hedge fund activiste	57
5.1.4	Conclusion tirée des résultats obtenus	60
5.2	<i>Limites</i>	62
CONCLUSION		64
BIBLIOGRAPHIE		67
ANNEXES		73
	ANNEXE 1 : Sociétés composantes de l'échantillon traité	73
	ANNEXE 2 : Tickers des sociétés de l'échantillon	74
	ANNEXE 3 : Tickers des indices de marché utilisés.....	75

Table des figures

FIGURE 1 : ACTIFS SOUS GESTION PAR LES HEDGE FUNDS ACTIVISTES (EN \$ MILLIONS).....	9
FIGURE 2 : PROCESSUS DE L'ACTIVISME ACTIONNARIAL.....	13
FIGURE 3 : IMPORTANCE RELATIVE DES SECTEURS CIBLES EN 2015 (EN %)	18
FIGURE 4 : IMPORTANCE RELATIVE DES PRINCIPALES STRATEGIES EN 2015 (EN %).....	22
FIGURE 5 : ACTIONNAIRES ACTIVISTES DE L'ECHANTILLON.....	32
FIGURE 6 : IMPORTANCE RELATIVE DES HEDGE FUNDS ACTIVISTES AMERICAINS ET EUROPEENS PAR REGION (EN %) ..	33
FIGURE 7 : REPARTITION GEOGRAPHIQUE DE L'ECHANTILLON.....	34
FIGURE 8 : IMPORTANCE RELATIVE DES DIFFERENTS SECTEURS D'ACTIVITE DE L'ECHANTILLON	36
FIGURE 9 : ECHANTILLON REPARTI PAR TAILLE DE CAPITALISATION BOURSIERE	37
FIGURE 10 : BENCHMARKS SECTORIELS ET GEOGRAPHIQUES	42
FIGURE 11 : PERFORMANCES SECTORIELLES (EN %), PENDANT LA PERIODE ALLANT DE 2010 A 2015	43
FIGURE 12 : RENDEMENTS ANORMAUX CUMULES DE L'ECHANTILLON	50
FIGURE 13 : RENDEMENTS ANORMAUX CUMULES PAR REGION	52
FIGURE 14 : RENDEMENTS ANORMAUX CUMULES PAR SECTEUR.....	55
FIGURE 15 : RENDEMENTS ANORMAUX CUMULES PAR HEDGE FUND.....	59

Introduction

L'activisme actionnarial est une discipline présente sur les marchés financiers depuis le début du 20^{ème} siècle. Alors que les premiers cas d'activisme actionnarial ont vu le jour aux Etats-Unis, son expansion a été grandissante dans le monde entier. Notre intérêt certain pour la gestion de portefeuille et l'investissement a enflammé notre attention sur la spécificité des actionnaires activistes.

Ces actionnaires ne se contentent pas uniquement d'obtenir, par exemple, un dividende suite à leur prise de participation. Plutôt que d'adopter un comportement passif dans les sociétés dans lesquelles ils investissent, ils jouent un rôle de générateurs d'idées et de stratégies favorables à des changements nécessaires au niveau de la gestion de l'entreprise et de la conduite de ses activités.

Bien que les engagements des actionnaires activistes soient notables sur les marchés financiers, notre cursus universitaire n'avait pas prévu d'étudier cette discipline de près. C'est pour cette raison qu'il a semblé utile à titre complémentaire, de s'interroger et de se documenter sur le sujet retenu, à savoir, l'activisme actionnarial et les actionnaires activistes. Qui sont-ils ? Quelles sont leurs stratégies ? Quels sont les caractéristiques des sociétés concernées ? Quel est l'ensemble des conséquences majeures induites sur les marchés financiers ? Autant de questions qui ont alimenté le point de départ du mémoire.

Les études scientifiques traitant de l'activisme actionnarial sont nombreuses et les différents points soulevés le sont tout autant. Une tendance récente fortement présente dans la littérature porte sur l'essor des hedge funds en tant qu'actionnaires activistes.

Obtenir une vue globale, détaillée et récente de l'activisme actionnarial et analyser empiriquement l'impact de la prise de participation d'hedge funds activiste dans des sociétés cotées représentent les objectifs poursuivis dans la rédaction de ce mémoire.

Ces objectifs ont été définis afin de répondre à la question de recherche placée au centre des préoccupations.

« Quel est l'impact sur la performance d'une prise de participation d'au moins 5% par les hedge funds activistes dans des sociétés cotées ? »

La réponse à cette question devrait permettre d'évaluer la mesure dans laquelle le degré d'impact sur la performance est considérable et d'apprécier l'efficacité des actionnaires activistes dans diverses sociétés cotées.

La réflexion de ce mémoire s'articule en deux parties.

La première porte sur une revue de littérature destinée à synthétiser différentes études scientifiques préalablement établies sur l'activisme actionnarial. Elle sert de point de départ à l'indispensable ouverture d'esprit et à une bonne compréhension du sujet.

Pour ce faire, cette première partie comporte trois chapitres.

Premièrement, l'activisme actionnarial est mis en contexte. L'actionnariat ainsi que les droits afférents sont définis afin de réduire au maximum, l'ampleur des lacunes potentielles dans la compréhension du sujet.

Deuxièmement, l'activisme actionnarial est étudié de façon précise. Un bref historique est suivi de la définition de plusieurs concepts clés. Dans ce chapitre, sont énumérés en détails les types d'actionnaires activistes, les sociétés ciblées par ces derniers ainsi que les stratégies adoptées.

Troisièmement, les résultats d'études scientifiques déterminant l'impact des hedge funds activistes sur la performance sont analysés et comparés. L'influence sur les rendements du cours des actions cotées ainsi que la performance opérationnelle sont estimées.

La deuxième partie est axée sur une analyse empirique, construite en utilisant la méthodologie des études d'événement. Celle-ci concerne la partie la plus importante du mémoire puisqu'elle est destinée à permettre d'élaborer une réponse aussi complète que possible à la problématique de départ. Sur base d'un échantillon composé de 24 sociétés cotées, trois études d'événement sont établies :

1. l'impact des hedge funds activistes sur la performance est comparé, entre différentes régions ;
2. le même impact subit une comparaison, secteur par secteur ;
3. l'impact de chaque hedge fund est étudié individuellement.

En chaque étude figure un test statistique, destiné à mesurer le degré de significativité des résultats obtenus, et propice à une comparaison avec les vérités mises en avant dans la littérature existante.

Revue de littérature

La revue de littérature consiste en l'analyse et la synthèse de divers ouvrages scientifiques traitant des caractéristiques et des impacts de l'activisme actionnarial. Elle doit servir d'aide à la compréhension du sujet traité et de base à l'étude empirique.

Afin d'élaborer une présentation claire et précise du sujet, nous avons organisé la revue de littérature en trois parties distinctes : tout d'abord, une brève mise en contexte permettant de définir le rôle et les droits des actionnaires au sein des sociétés dans lesquelles ils investissent, ensuite, les caractéristiques de l'activisme actionnarial en général et enfin, l'impact et l'influence des actionnaires activistes sur les sociétés ciblées, décrites tant au niveau du cours de l'action qu'au niveau opérationnel. La deuxième partie est destinée à fournir une vue générale du concept, des sociétés impliquées, qu'elles soient activistes ou ciblées, ainsi que des stratégies pouvant être mise en place.

1 Mise en contexte

La mise en contexte permet de définir certains termes qui seront utilisés tout au long de l'exposé écrit, en les plaçant dans leur environnement adéquat. Les termes « actionnaire » et « actionnariat », régulièrement utilisés dans la suite, appellent une définition précise, associée aux droits auxquels ils sont liés. Les précisions apportées font référence au droit belge des affaires.

1.1 Actionnariat

Les actionnaires ont les premières sources de financement au sein des entreprises. En contrepartie de leurs apports, ils acquièrent des droits sans lesquels la prise de risque dans une société ne se justifierait pas (Albouy, 2002). C'est ainsi que le principe de « la suprématie des actionnaires » en matière de décisions stratégiques est étroitement lié à l'objectif de chercher à maximiser les profits à l'avantage des actionnaires (Boatright, 2008).

De manière générale, De Cordt (2007) distingue trois types de droits octroyés aux actionnaires :

1. les droits politiques ;
2. les droits financiers ;
3. et les droits patrimoniaux.

Cette liste non exhaustive passe sous silence une multitude d'autres droits secondaires. Elle permet, néanmoins, d'appréhender les droits fondamentaux des actionnaires, ainsi que leurs implications consécutives en situation d'activisme actionnarial.

Les premiers droits, politiques, concernent la participation des actionnaires dans la gestion de la société. C'est lors de l'assemblée générale annuelle qu'ils peuvent exercer leurs droits de vote et ainsi influencer les décisions liées à l'avenir de la société. Cela peut être également vu comme un droit de contrôle des dirigeants (Ginglinger, 2002). Par exemple, ils ont la possibilité de déterminer la politique de rémunération des dirigeants, voire même de les révoquer. Pour rappel, l'assemblée générale a pour objet fondamental de divulguer les états bilantaires périodiques de la société et de permettre un échange de questions-réponses avec les dirigeants (Code des Sociétés, Art. 540). Si un sujet particulier fait l'objet d'un besoin d'échange lors de l'assemblée générale, il peut être ajouté à l'ordre du jour (Code des Sociétés, Art. 533ter). Ce droit souffre néanmoins

d'un exercice limité, puisque l'initiative d'une ajoute à l'ordre du jour n'est acceptable que si elle émane d'un individu ou d'un groupe détenant au minimum 3% du capital social.

Les droits suivants, financiers, sont liés à la détermination des rémunérations perçues par les actionnaires. Il s'agit principalement des dividendes et du boni de liquidation. La distribution d'un dividende ne peut intervenir que si « *l'actif net est supérieur au capital social et si les bénéfices ne sont pas incorporés en réserves* » (Code des Sociétés, Art. 617). Par ailleurs, en cas de liquidation, ils bénéficieront d'un éventuel solde positif après que tous les autres créanciers aient été remboursés (Code des Sociétés, Art. 190. §2). Dans ce cas, il s'agit du boni de liquidation.

Les derniers droits, patrimoniaux quant à eux, concernent essentiellement les droits de détention des actions. C'est ainsi que les actionnaires peuvent, entre autres, décider de vendre leurs actions afin de réaliser une plus-value (Albouy, 2002).

2 Activisme actionnarial

Cette seconde section joue le rôle de revue de littérature portant sur l'activisme actionnarial, qui, suite à un rappel historique servant d'aide à la compréhension des origines du phénomène, sera répartie en trois sous-chapitres.

En premier lieu, l'activisme actionnarial y est défini de manière générale, en mettant l'accent sur l'activisme financier ; c'est lui qui nous intéresse essentiellement dans le cadre de ce mémoire.

Suivra une identification des caractéristiques des différents types d'actionnaires activistes ainsi qu'une description du profil des sociétés le plus souvent ciblées par l'activisme actionnarial.

Enfin, prendra place une analyse des principales stratégies mise en place dans des sociétés ciblées par l'activisme actionnarial.

2.1 Origines du phénomène

Marens a soutenu en 2003 l'idée que la crise financière de 1929 a joué un rôle dans l'émergence de l'activisme actionnarial. Ainsi, le krach boursier a permis que les lois concernant la propriété des actions définissent correctement les droits fondamentaux des actionnaires. C'est le Congrès américain lui-même qui a pris les mesures nécessaires en votant la loi « *Securities and Exchange* » en 1934. Il s'en suit la création de la « *Securities and Exchange Commission* » (SEC), mettant en place le contenu de la législation portant sur l'actionnariat aux Etats-Unis.

Selon Van Buren (2008) et Le Maux (2004), les premières actions caractérisées comme activistes sont apparues dans les années 40 aux Etats-Unis. A cette époque, l'influence était plutôt basée sur des propositions de résolution internes à la société ciblée. Le but était donc principalement d'améliorer la transparence ainsi que le gouvernement d'entreprise. Les activités conduites par Lewis Gilbert constituent l'un des meilleurs exemples des débuts de l'activisme actionnarial (Gillian & Starks, 1998 ; Marens, 2003). Suite à une plainte auprès de la SEC, suite au fait qu'une de ses propositions n'avait pas été présentée à l'assemblée générale de Bethlehem Steel, la Commission améliora la communication des documents au sein d'une société. Il était donc vu comme le premier « *corporate gadflies* » ce qui porta une connotation plutôt négative. En effet, « *gadflies* » selon le Larousse se traduit par un *taon* ou un *enquiquineur*. D'autres actionnaires

comme Wilma Soos et James Peck peuvent être considérés comme les premiers actionnaires activistes défendant une cause plus sociale (Marens, 2003).

Le Maux (2004) suggère que l'ampleur du phénomène a réellement commencé dans les années 60 et surtout au début des années 70. En effet, ces années ont été caractérisées par des changements sociaux-économiques importants aux Etats-Unis, générant une influence directe sur la conception d'une entreprise dans la société en général. L'aspect social dans les propositions de résolutions est devenu habituel et a été discuté généralement lors des assemblées générales. Par exemple, la société General Motors a été ciblée par une campagne antiracisme afin qu'elle quitte ses implantations en Afrique du Sud, partie du globe dans laquelle l'apartheid existait encore (Van Buren, 2008). Kodak a également été la cible d'actionnaires activistes au moment où la société semblait tenir des propos racistes dans sa politique d'emploi (Girard & Le Maux, 2007).

La création en 1971 de « *The Interfaith Center on Corporate Responsibility* » (ICCR, Conseil interreligieux pour la responsabilité des entreprises) en est une preuve irréfutable. Cette fondation regroupe toutes sortes d'organisations ainsi que des fonds religieux souhaitant devenir actionnaires dans certaines sociétés afin d'y insuffler des changements sociaux, environnementaux et au niveau de la responsabilité sociétale (Van Buren, 2008 ; Goranova & Ryan, 2014).

Ce type d'activisme actionnarial est le précurseur des actionnaires activistes actuels défendant les problématiques environnementales et sociales. Le terme engagement actionnarial est utilisé pour les décrire (Girard & Le Maux, 2007).

Dans les années 80, l'expansion des investisseurs institutionnels comme les fonds de pension a marqué le début de l'activisme institutionnel, encore présent et actif aujourd'hui.

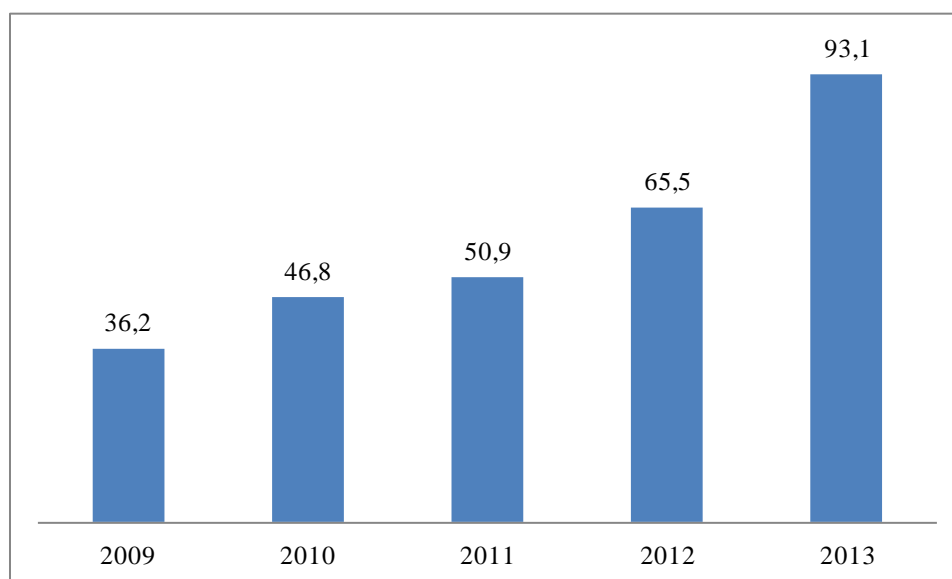
Les offres publiques d'acquisition (OPA) ont été nombreuses à cette époque. Afin d'éviter ces prises de contrôle, certaines sociétés ont eu recours à des « *poison pills*¹ ». La plupart des actionnaires activistes ont alors voté contre ces mesures puisqu'elles réduisaient l'opportunité de sortie pour les actionnaires minoritaires. L'aspect financier et la performance des sociétés ciblées deviennent la préoccupation des investisseurs institutionnels (Le Maux, 2004). Plus

¹ Les « *poison pills* » ou pilules empoisonnées sont des mécanismes utilisés par des sociétés en vue de décourager les OPA

officiellement, comme au niveau de l'activisme actionnarial lié aux changements sociaux, le « *Council of Institutional Investors* » (CII, Conseil des investisseurs institutionnels) a été créé en 1985 dans le but de donner plus de poids aux droits des actionnaires (Marens, 2003 ; Goranova & Ryan, 2014).

La tendance la plus récente selon Goranova et Ryan (2014) est l'apparition des hedge funds à partir des années 90. Ceux-ci semblent rechercher, comme les investisseurs institutionnels, à influencer la gestion d'une société au sens large. Par contre, la création de valeur pour les actionnaires à plus court-terme semblent les distinguer des institutionnels. La figure 1 illustre le fait que les hedge funds considérés comme activistes sont encore aujourd'hui en expansion. En effet, elle nous fait remarquer que le volume des actifs sous gestion de ce type de fonds s'est accru de plus de 20% entre 2009 et 2013.

Figure 1: Actifs sous gestion par les hedge funds activistes (en \$ millions)



Source : J.P.Morgan (2015), p.1.

2.2 Définition générale

De manière générale, l'activisme actionnarial peut être défini comme étant un engagement pris par certains actionnaires d'une société en vue de contester le gouvernement d'entreprise et ainsi modifier la gestion de celle-ci (Sahut et Othami Gharbi, 2010). Cette définition simple peut être améliorée par celle donnée dans une étude de Goranova et Ryan (2014, p.1233). Ces auteurs

définissent l'activisme actionnarial comme étant « *actions taken by shareholders with the explicit intention of influencing corporations' policies and practices, rather than as latent intentions implicit in ownership stakes or trading behavior* ». Dans le même sens, Sahut et Othami Gharbi (2010) font également la distinction entre les actionnaires passifs et actifs. En effet, ils suggèrent que les actionnaires passifs ne s'intéressent qu'à l'évolution de la performance sur le court terme alors que les actionnaires actifs vont faire jouer leurs droits de contrôle en vue d'influencer le rendement final, atteint après plusieurs années.

Certains auteurs comme Gillian et Starks (1998), Girard (2005) ainsi que Goranova et Ryan (2014) semblent expliquer le comportement de l'activisme actionnarial par la présence de conflits d'agence. En vue de comprendre l'existence de ces conflits, il faut d'abord remettre en contexte la théorie d'agence. Cette dernière cherche, en effet, à expliquer les relations entre deux parties, le principal et l'agent, dans le monde des affaires (Heath, 2009). L'agent est celui qui entreprend des actions en fonction des objectifs prédéfinis par le principal. Néanmoins, des conflits entre agent et principal peuvent naître s'ils ont des intérêts opposés. Dans le cadre de ce mémoire et comme les différents auteurs l'ont précisé, nous supposons que le principal est l'actionnaire et que l'agent est le dirigeant. Cette hypothèse respecte la suprématie de l'actionnaire comme décrite au point 1.1 concernant les droits des actionnaires. Ces derniers s'attendent à ce que la richesse investie dans la société soit maximisée par les décisions prises et les investissements réalisés par les dirigeants. Cela représente la contrepartie attendue suite à leur investissement de base. Néanmoins, Girard (2005) suggère que les décisions du conseil d'administration vont parfois à l'encontre de l'objectif de maximisation.

Afin de régler ces conflits d'agence, trois solutions se présentent aux actionnaires, quand ils expriment une insatisfaction par rapport à la gestion de la société (Gillian et Starks, 1998 ; Goranova et Ryan (2014)) :

1. « *EXIT* » signifiant que les actionnaires sortent de la société en vendant leurs titres ; cette procédure est nommée « *voting with their feet* » en anglais ;
2. « *LOYALTY* » signifiant que les actionnaires gardent passivement leurs titres ;
3. « *VOICE* » signifiant que les actionnaires gardent leurs titres et font connaître leur insatisfaction.

La dernière solution est celle qui est donc préconisée par les actionnaires activistes en vue d'améliorer la performance de la société (Goranova et Ryan, 2014).

Pour ce faire, les actionnaires activistes investissent un capital plus ou moins important dans les sociétés ciblées pour que leur droit de vote ait du poids lors des assemblées générales. En Belgique comme aux Etats-Unis, tout actionnaire possédant plus de 5% du capital social d'une société cotée se voit dans l'obligation d'en avertir l'institution de contrôle en remplissant un formulaire (13-D form aux Etats-Unis). En Belgique, cette institution est la « *Financial Services and Markets Authority* » (Loi du 2 mai 2007) et aux Etats-Unis, c'est la SEC (Goranova et Ryan, 2014). Ils sont alors considérés comme des « *blockholders*² ». Dotsenko et Filatotchev (2015) ainsi que Gillian et Starks (1998) insistent sur le fait que plus un actionnaire possède une part importante du capital social de la société en question, plus son impact en vue d'influencer le gouvernement d'entreprise est important. Ces auteurs défendent que dans un tel environnement, le but recherché par des actionnaires activistes pourra être plus facilement atteint.

Une fois qu'un seuil suffisant de participation est atteint, les actionnaires activistes se mettent en place pour réduire la présence des conflits d'intérêts entre le conseil d'administration et les actionnaires. Une étude (Gates et Girard, 2011) délimite le champ d'activités d'influence des actionnaires activistes en deux catégories principales : les actions privées et les actions publiques.

Actions privées

D'une part, les activités privées, également vues comme informelles par Girard (2005), sont celles qui sont traitées en interne d'une société. En effet, il s'agit souvent de discussions entre le conseil d'administration et les actionnaires. Par exemple, les négociations peuvent se faire par téléphone. Selon Goranova et Ryan (2014), c'est la tactique qui semble être la plus efficace puisque les échanges prennent place dans un milieu restreint. Aucune autre influence externe ne s'opère, ce qui ne paraît pas remettre en cause la réputation de la société ciblée. Les changements au sein de la société ont donc plus de chance d'avoir lieu et ainsi d'en faire bénéficier les actionnaires.

² Le mot « *blockholder* » peut être traduit en français par actionnaire dominant, qui possède un nombre important de parts financières dans une société.

Néanmoins, l'auteur ajoute qu'une action privée n'aboutit pas toujours au résultat espéré. Un autre problème également détecté par l'auteur est la présence d'asymétrie de l'information puisque certains actionnaires peuvent ne pas être mis au courant des négociations qui ont lieu en interne.

Actions publiques

D'autres part, les activités d'influence peuvent être rendues publiques ou décrites comme formelles (Girard, 2005).

Il peut s'agir de propositions inscrites à l'ordre du jour par les actionnaires activistes. Goranova et Ryan (2014) insistent sur le fait qu'ajouter un point à l'ordre du jour d'une assemblée générale génère des coûts. En effet, ajouter un point à l'ordre du jour d'une assemblée générale demande aux actionnaires de respecter la procédure du droit des sociétés (voir point 1.1 sur les droits des actionnaires). Aux Etats-Unis, il s'agit de la loi 14a-8 définie par la SEC ; celle-ci donne le droit aux actionnaires détenant au moins 1% des actions d'une société (ou \$2000 en valeur de marché) d'inscrire un point à l'ordre du jour (Lynn et Pinedo, 2015). Cela les oblige également à supporter plusieurs coûts comme, par exemple, le suivi et le conseil d'experts.

Les activités d'influence publiques peuvent également devenir plus hostiles quand les actionnaires activistes décident de prendre le contrôle de la société ciblée ou de la poursuivre en justice (Girard, 2005).

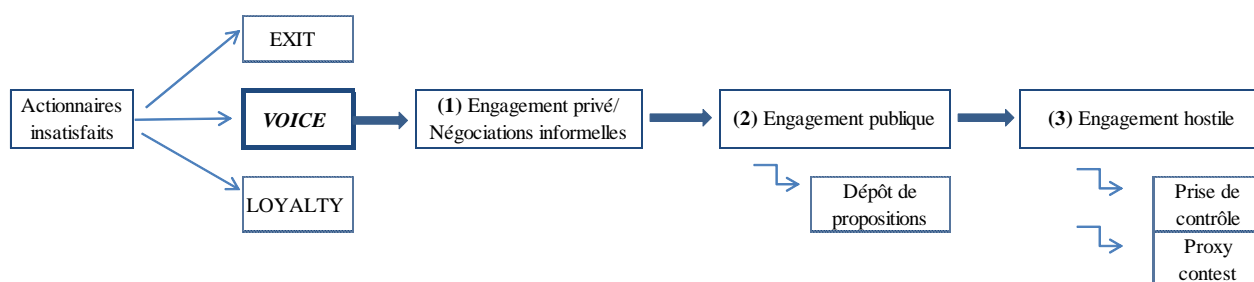
Les batailles de procuration ou « *proxy contest* » en anglais sont décrites comme le moyen hostile utilisé par les actionnaires activistes. Girard (2005) définit cette pratique comme un moyen de rassembler et d'influencer un nombre important d'actionnaires pour qu'ils défendent une proposition mise à l'ordre du jour par les actionnaires activistes ou pour qu'ils votent contre une proposition suggérée par le conseil d'administration.

Un exemple de batailles de procuration est la campagne « *just-no-vote* ». Cette dernière incite tous les actionnaires à voter contre une proposition. Ces actions semblent efficaces puisque le conseil d'administration se voit dans l'obligation de prendre les mesures nécessaires afin de contrer l'insatisfaction des actionnaires (Del Guercio, Seery et Woidtke, 2008). D'après les auteurs, 59% des cas d'une telle campagne font suite à une insatisfaction de la performance de la

société ou plus généralement à la stratégie implantée par le conseil d'administration. Les autres causes concernent l'absence de mise en place de proposition ayant obtenu la majorité (18%) et les conflits d'intérêt personnels que certains dirigeants pourraient suivre (29%).

Une étude a essayé de déterminer les coûts qu'une bataille de procuration pourrait engendrer (Gantchev, 2012). En analysant l'activisme d' hedge funds américains entre 2000 et 2007, l'auteur organise l'activisme actionnarial en trois étapes consécutives : les négociations informelles, les demandes de représentation au conseil d'administration et les batailles de procuration. Elle détermine qu'une bataille de procuration coûte en moyenne \$5,94 million, alors que le coût des négociations informelles ainsi que des demandes de représentation au conseil d'administration est respectivement de \$2,94 million et \$1,83 million.

Figure 2 : Processus de l'activisme actionnarial



Source : création personnelle.

En vue de synthétiser ces explications, nous nous sommes inspirés du modèle de Gantchev (2012) définissant les différentes étapes successives qui décrivent l'activisme actionnarial. En effet, la figure 2 résume simplement le processus de l'activisme actionnarial comme analysé dans ce chapitre.

Alors que ce processus semble être plus ou moins commun pour tout actionnaire se lançant dans l'activisme actionnarial, une étude centrée sur l'Europe a démontré que la fréquence du type d'engagement diffère de celle des Etats-Unis, précurseur de l'activisme actionnarial (Cziraki, Renneboog et Szilagyi, 2010). En effet, en analysant le nombre de propositions de résolution en Grande-Bretagne et en Europe continentale entre 1998 et 2008, les auteurs ont remarqué que trois à quatre fois plus de propositions de résolutions sont introduites aux Etats-Unis. Dès lors, il peut être supposé que l'activisme actionnarial en Europe influence le gouvernement des sociétés ciblées par engagement privé ou par engagement public plus hostile. Cela semble être dû, entre

autres, à une législation plus stricte en Europe ainsi qu'à un manque de support des autres actionnaires lors des votes en assemblée générale.

2.3 Types d'actionnaires activistes

Ce sous-chapitre a pour but de s'ouvrir l'esprit aux différents types de sociétés pouvant décider de devenir activistes dans les sociétés dans lesquelles elles investissent. Cela permet de définir chaque type et de déterminer, si possible, une typologie de leurs caractéristiques.

Sur base de différentes lectures, il est devenu possible de distinguer principalement trois types d'acteurs : les fonds de « *private equity* », les fonds institutionnels et les hedge funds.

2.3.1 Fonds de private equity

McCahery et Vermeulen (2008) distinguent deux types de fonds de « *private equity* ».

D'une part, certains fonds de « *private equity* » investissent principalement dans de nouvelles sociétés, par exemple dans des start-up en y injectant du capital afin de les développer. Ils sont alors considérés comme des « *Venture Capital* ».

D'autre part, ils investissent généralement dans des sociétés cotées dans le but de les restructurer en les sortants des marchés boursiers. Ils sont nommés en anglais des « *buyout funds* ». Le niveau de développement de ces sociétés ciblées est, dès lors, déjà avancé et assez mature. Il semble évident que les investissements de ce type de fonds sont tournés vers le long terme (Mietzner et Schweizer, 2011).

Kohlberg Kravis Roberts & Co et Apax sont des exemples de fonds de « *private equity* ».

2.3.2 Fonds institutionnels

Les fonds institutionnels qui s'engagent dans l'activisme actionnarial sont généralement des fonds de pension ou des fonds communs de placement. « *Un fonds de pension est une institution financière chargée de collecter, de détenir et d'investir des actifs en vue d'assurer le paiement de prestations futures à ses adhérents* » (Ponssard, 2000, p.135). Les fonds communs de placement représentent « *le principal instrument de placement en titres négociables pour les particuliers* »

(Ponsard, 2000, p.136). Ce type d'acteurs financiers est contraint de détenir une liquidité importante puisque les investisseurs peuvent liquider leurs titres à tout moment (Clifford, 2008).

Le fonds de pension le plus connu pour son activisme actionnarial est CalPERS. En effet, il est considéré comme le précurseur des fonds de pension à biais activistes (English, McNeil et Smythe, 2013).

2.3.3 Hedge funds

Les hedge funds peuvent être vus comme des fonds investissant de façon alternative. Dans un livre écrit par Ridley (2004) se trouve une ébauche de définition des hedge funds. Vu la particularité de ces fonds, aucune définition claire et précise ne peut être déterminée. Néanmoins, certaines caractéristiques propres aux hedge funds peuvent servir à une meilleure compréhension de ce type d'acteurs financiers.

La caractéristique que Ridley (2004) met le plus en avant est l'utilisation de couverture afin de limiter certains risques de marchés. Le « *short selling* » ou vente à découvert semble être la stratégie de couverture la plus souvent utilisée par les hedge funds. L'auteur définit la vente à découvert comme « *short selling requires hedge funds managers to sell an asset they do not own in the expectation of being able to buy it back again at a lower price, realizing a profit* » (Ridley, 2004, p.5).

Une autre caractéristique également mise en avant est la recherche d'une performance absolue. Cela signifie que la plupart des hedge funds génèrent un rendement sans le comparer spécifiquement à un indice.

Dans l'étude de Clifford (2008), les particularités des hedge funds sont mises en avant en les comparant principalement à celles des fonds institutionnels classiques. Les hedge funds sont peu régulés. En effet, ils ne subissent aucune contrainte de diversification de leur portefeuille et de liquidité. Cela débouche sur des portefeuilles investissant dans une dizaine de valeurs individuelles. Becht, Franks, Grant et Wagner (2015) confirment que les hedge funds investissent dans un nombre restreint de participations afin d'y posséder une plus grande influence.

De plus, ne devant pas répondre à un besoin de liquidité important, les hedge funds peuvent imposer une durée d'investissement minimum à leurs investisseurs. Cela signifie que le capital des investisseurs est « *locked up* » ou contraint de ne pas être retiré du fonds pendant une période déterminée. Mietzner et Schweizer (2011) affirment également que les hedge funds investissent principalement sur le court terme.

Les exemples de hedge funds sont nombreux. Dans le rapport écrit par J.P. Morgan's M&A Team (2014), certains exemples sont cités : Cevian Capital, Pershing Square, Value Act, Trian Partners...

Dans la partie empirique de ce mémoire, nous nous intéresserons uniquement à l'influence de ce type de fonds.

2.4 Entreprises ciblées

Comme expliqué ci-dessus, l'activisme actionnarial vise des sociétés dans lesquelles il existe un certain potentiel d'augmentation de valeur et donc, de richesse des actionnaires. Afin que cet objectif soit réalisable, les sociétés ciblées ne sont pas choisies au hasard. Une abondante littérature s'est donc penchée sur les particularités de ces sociétés attirant l'investissement des actionnaires activistes.

2.4.1 Caractéristiques

Goranova et Ryan (2014) s'intéressent à trois critères qui laissent présumer qu'une société est associée à une plus grande probabilité d'être la cible d'actionnaires activistes.

Premièrement, les sociétés le plus souvent ciblées ont une performance plutôt faible, cela signifie qu'il existe un potentiel de modifier ou d'influencer le gouvernement d'entreprise afin de créer plus de valeur.

Deuxièmement, la taille de la société semble être un critère qui a toute son importance. Les actionnaires activistes auraient tendance à cibler des sociétés de grande taille au point de vue de la capitalisation boursière. La gestion et le gouvernement de ce type d'entreprises semblent plus difficiles et engendrent ainsi généralement de nombreux conflits d'agence (cfr. supra p.10). La présence de l'activisme actionnarial peut donc être justifiée par cet argument. Cependant, les

auteurs n'ont pas la même vision pour les hedge funds au sujet de ce critère de sélection. Ces fonds ayant tendance à investir considérablement dans un petit nombre de sociétés auraient plus de difficulté à placer leurs participations financières dans de larges entreprises. En effet, Klein et Zur (2009) ont montré que les hedge funds ont tendance à investir dans des sociétés de petite taille, soit de capitalisation boursière inférieure à \$2 milliards. De même, il s'avère qu'ils préféreraient investir dans des sociétés dont la santé financière est sûre, c'est-à-dire protégées par un faible niveau d'endettement. Cziraki et al. (2010) confirment cette particularité. Cependant, Judge, Gaur et Muller-Kahle (2010) concluent que la taille de la société ciblée n'est pas un critère de sélection pour les actionnaires activistes. Ils démontrent qu'aucune relation statistique n'existe entre les deux.

Troisièmement, la dernière caractéristique concerne l'indépendance des conseils d'administration. En effet, les actionnaires activistes ciblent généralement des sociétés dans lesquelles les dirigeants ne sont pas actionnaires et donc, en lesquelles les conflits d'agence peuvent être plus facilement résolus.

Sheehan (2014) ne s'intéresse qu'à la santé financière des sociétés ciblées ainsi qu'à leur gouvernement d'entreprise. En effet, elle estime que l'activisme actionnarial a un impact positif de long-terme sur la valeur d'une société si celle-ci souffre d'une faible performance ou de problèmes de gestion.

Dans un rapport écrit par PricewaterhouseCoopers (2015), les évidences qui y sont avancées confirment et complètent les résultats des recherches précédentes. Comme l'ont souligné Goranova et Ryan (2014) et Sheehan (2014), le rapport affirme que les sociétés qui sous-performent dans leur secteur et chez lesquelles des problèmes de gouvernement d'entreprise sont détectables ont de grandes chances de devenir la cible d'activisme. Outre ces raisons plus « classiques », l'étude s'interroge sur des caractéristiques ou des faits plus spécifiques. Les différentes situations ci-dessous semblent jouer un rôle important dans l'enclenchement d'un comportement actif :

- le plan de compensation des dirigeants est remis en question ;
- le conseil d'administration n'a pas mis en place de proposition ayant été votée à majorité ;
- la plupart des actionnaires souhaitent le départ d'un dirigeant ;

- la visibilité publique d'une société est accrue suite à une fusion ou une acquisition future, ou suite au lancement difficile d'un nouveau produit...

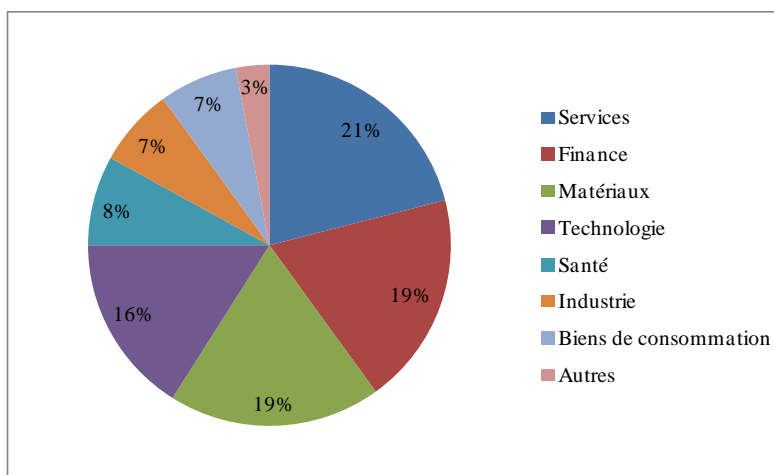
Un autre facteur peut également déterminer les raisons de l'activisme des hedge funds : il s'agit d'une situation dans laquelle la participation financière d'une société est majoritairement détenue par des investisseurs institutionnels.

2.4.2 Secteurs

Bien qu'une littérature importante concerne les caractéristiques de sociétés ciblées par des actionnaires activistes, un nombre plus restreint d'auteurs s'est interrogé sur l'activité sectorielle des sociétés ciblées. Il est possible de repérer plusieurs caractéristiques ou points communs, en parcourant les écrits de plusieurs auteurs.

Hartmann (2014) semble indiquer qu'aucun secteur n'obtient la préférence des actionnaires activistes. Elle note tout de même que les sociétés spécialisées sont le plus souvent ciblées. Par contre, Block (2011) prouve, en étudiant 150 sociétés choisies par des actionnaires activistes entre 2006 et 2011, que le secteur le plus concerné était celui de la technologie. Cependant, le rapport annuel d'Activist Insight (2016) ne confirme pas cette tendance. En effet, comme l'indique la figure 3, le secteur de la technologie occupe la quatrième place dans le classement des cibles d'actionnaires activistes en 2015. Les secteurs des services, de la finance et des matériaux se retrouvent côte à côte aux trois premières places.

Figure 3 : Importance relative des secteurs ciblés en 2015 (en %)



Source : Activist Insight (2016), p. 13.

2.4.3 Liquidité

Le lien entre l'activisme actionnarial et la liquidité des actifs des sociétés ciblées est intensément étudié dans une étude de Norli, Ostergaard et Schindele (2015) qui ont voulu démontré l'importance de la liquidité des actifs lors de la prise de décision des actionnaires activistes.

Ces auteurs, tout comme Gillian et Starks (1998), affirment que l'activisme actionnarial rencontre le problème du « *free-riding* ». C'est le cas lorsque de nombreux actionnaires restés passifs, perçoivent des bénéfices sans supporter la charge des coûts des interventions des actionnaires activistes. Principalement pour cette raison, il semble préférable aux actionnaires activistes de détenir une part plus importante des actifs financiers. Cela permet d'atténuer l'ampleur du problème concerné.

Si un actif est liquide, cela signifie qu'il peut être facilement réalisable, ou échangeable. Norli et al. (2015) affirment donc que plus un actif est liquide, plus cela facilitera l'intervention de l'activisme actionnarial dans une société. Les actionnaires pourront, dès lors, accumuler un nombre important d'actifs.

En effet, leur étude montre que les actionnaires activistes ont tendance à acheter un nombre de parts importantes avant leurs premières interventions lors de l'assemblée générale de la société ciblée. Dès lors, elle prouve qu'il existe un lien positif entre la liquidité des actifs d'une société et la présence de l'activisme actionnarial dans la société dans le cas où cette dernière sous-performe.

Une étude moins récente (Maug, 1998) avait déjà émis cette conclusion suite à l'analyse de l'arbitrage entre la liquidité et le pouvoir de contrôle des actionnaires. Etant donné que les actifs vendus dans un marché liquide sont moins chers, il devient plus facile et moins coûteux aux actionnaires d'acquérir de nouvelles participations financières. Le modèle statistique utilisé conclut que l'activisme actionnarial est alors plus présent et que la possibilité de contrôler les dirigeants est plus importante afin d'améliorer le gouvernement d'entreprise.

2.5 Principales stratégies

Comme nous l'avons déjà expliqué ci-dessus, l'activisme actionnarial est présent dans certains types de société, bien souvent suite à une performance médiocre ou des problèmes de gouvernement d'entreprise. Dans de telles situations, les actionnaires appliquent leurs droits et font connaître leur insatisfaction lors de l'assemblée générale. En fonction du problème existant dans la société ciblée, plusieurs stratégies et actions peuvent être envisagées. Certains articles scientifiques et rapports déterminent et expliquent la fréquence de ces stratégies (Hartman, 2014 ; Dotsenko et Filatotchev, 2015 & J.P Morgan's M&A team, 2014).

Dans sa thèse, Hartman (2014) définit les stratégies et compare les lois des Etats-Unis à celles de l'Allemagne. Etant donné le fait que cette section est dédiée à la compréhension de ces stratégies, ne seront exposées que les définitions et les tendances générales.

L'auteure distingue trois stratégies qui, selon elle, sont les plus courantes aux Etats-Unis et en Allemagne :

1. « *impact on nomination and election procedures* » ;
2. « *transaction activism* » ;
3. « *financial activism* ».

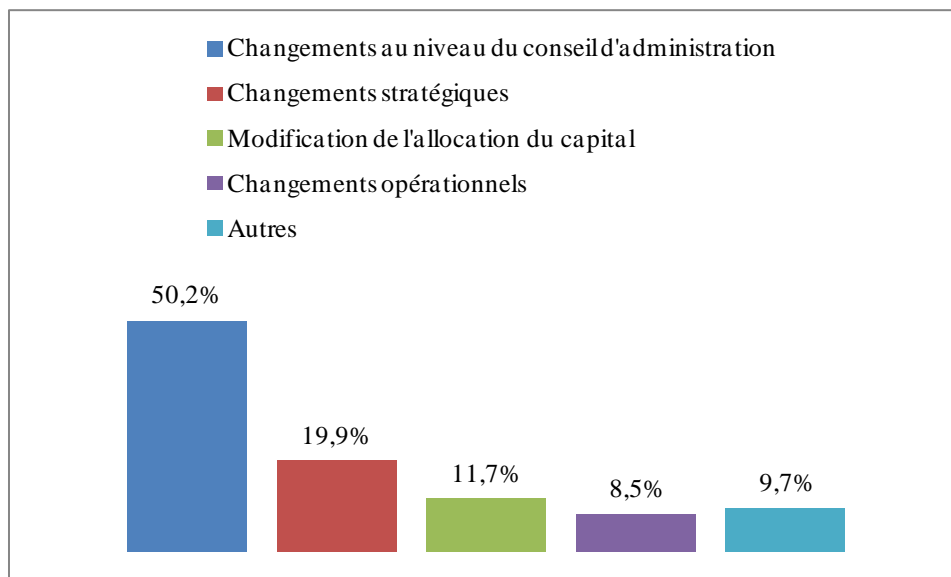
Les Etats-Unis étant le pays précurseur de l'activisme actionnarial, nous supposons que ces différentes stratégies sont menées par la plupart des différents actionnaires ou fonds dits activistes. Cette réalité supposée est en effet confirmée par d'autres auteurs, bien que la définition de certaines catégories diffère parfois.

La première stratégie consiste généralement à des demandes de changements de membres du conseil d'administration. Hartman (2014) rejoint ce qui avait été précisé auparavant, c'est-à-dire qu'elle définit le droit de vote comme le moyen de contrôle détenu par les actionnaires. Ainsi, si le conseil d'administration semble ne pas gérer la société dans l'intérêt des actionnaires, ces derniers peuvent exercer leur droit en vue d'obtenir des mutations au sein des membres du conseil. J.P Morgan's M&A team (2014) ajoute que les actionnaires activistes déclenchent également des modifications estimées nécessaires au niveau du gouvernement d'entreprise soit en obtenant un siège au sein du conseil d'administration, soit en révisant le salaire des dirigeants.

La deuxième stratégie considère que les actionnaires veulent influencer des décisions spécifiques de gestion. Il s'agit souvent de décisions de fusion ou d'acquisition, susceptibles d'améliorer les synergies des sociétés ciblées et de limiter les conglomérats. Cela influence directement la stratégie de la société. La restructuration de la société est une compétence octroyée au conseil d'administration, c'est-à-dire à l'organe de gestion (Code des Sociétés, Art. 693). Néanmoins, le projet de restructuration est discuté lors de l'assemblée générale afin que les actionnaires puissent donner leur accord (Code des Sociétés, Art. 694). Comme Hartman (2014) l'explique, cela permet aux actionnaires de tirer un bénéfice ou de limiter les pertes, de telles transactions qui influencent sans aucun doute le prix de l'action de la société ciblée. Les actionnaires espèrent donc profiter d'une augmentation du prix de l'action. Cependant, Bascle (2014) explique que l'augmentation du prix de l'action n'est pas certaine puisqu'elle dépend de nombreux autres facteurs. Par exemple, il argumente que payer une somme trop élevée lors de l'acquisition d'une société aura un impact négatif sur le prix de l'action. Les actionnaires activistes doivent donc tenir compte des différents aspects liés à la stratégie des sociétés.

La troisième et dernière stratégie qu'Hartman (2014) avance est liée à l'allocation du capital. Une augmentation de dividendes, un rachat d'actions et une augmentation du niveau de la dette constituent autant de moyens que les actionnaires activistes peuvent implanter. Le conseil d'administration est parfois susceptible d'agir dans son propre intérêt en oubliant la suprématie des actionnaires qui préconisent la maximisation de la valeur de leur investissement. Afin de contrer ce comportement opportuniste, les actionnaires activistes peuvent décider de modifier la structure financière de la société ciblée. Néanmoins, il semble que cette stratégie soit peu appréciée puisqu'elle vise des actions de court-terme et ne profite que faiblement aux petits actionnaires. Hartman explique que ce sont principalement les hedge funds qui implantent ce genre de stratégies.

Figure 4 : Importance relative des principales stratégies en 2015 (en %)



Source : Activist Insight (2016), p. 11.

La figure 4 illustre la fréquence des trois stratégies. Elle montre que les actions tournées vers une modification au niveau des membres du conseil d'administration étaient le plus souvent menées en 2015. En effet, en 2015, elles comptent pour plus de 50% des stratégies, avec une faible augmentation de 2,2% par rapport à 2014. Les autres stratégies sont utilisées moins couramment bien que 20% des actions concernent tout de même des changements stratégiques comme les décisions de fusion ou d'acquisition. Une dernière stratégie fait une timide apparition ; elle porte sur des changements opérationnels concernant, par exemple, la réduction des coûts de production (J.P Morgan's M&A team, 2014).

Une étude propre à l'activisme actionnarial en Grande-Bretagne entre 1998 et 2008 (Dotsenko et Filatotchev, 2015) distingue de façon plus détaillée six stratégies différentes de demandes portant sur :

1. le gouvernement d'entreprise ;
2. les membres du conseil d'administration ;
3. l'allocation du capital de la société ;
4. la rémunération ;
5. la stratégie de la société ;
6. des sujets plus sociaux ou environnementaux.

Bien que l'étude soit axée sur la Grande-Bretagne, elle a révélé, comme l'ont fait Hartman (2014) et Activist Insight (2016), que les stratégies utilisées par les actionnaires activistes portent le plus souvent sur la composition du conseil d'administration et sur les changements stratégiques.

Dès lors, nous pouvons conclure que les actionnaires activistes veulent, principalement, modifier le conseil d'administration ainsi que son gouvernement d'entreprise en vue de maximaliser la valeur à leur propre avantage.

3 Impact sur la performance

En théorie, le but ultime des actionnaires activistes s'apparente à celui du modèle de la suprématie des actionnaires. En effet, nous avons déjà développé que les actionnaires activistes sont à la recherche de sociétés dans lesquelles existe un potentiel de création de valeur afin de maximiser leur propre richesse.

Une abondante littérature traite de cette théorie et avance des preuves de ce que la présence d'actionnaires activistes au sein d'une société permet réellement d'accroître sa valeur ainsi que sa performance. La plupart des études diffèrent dans la manière d'analyser le sujet. Néanmoins, il est possible de tirer quelques conclusions et de repérer des contradictions, utiles au développement du mémoire.

Puisque la partie empirique traite uniquement l'influence des hedge funds activistes sur la performance, cette section s'articule autour des conclusions tirées pour ce type de fonds.

3.1 Influence sur le cours de l'action

Les études empiriques qui analysent l'impact de l'activisme actionnarial sont généralement axées sur deux sujets :

1. la réaction du cours de l'action après un évènement lié à l'arrivée des actionnaires activistes ;
2. le taux de réussite des actions menées en prenant en compte la stratégie utilisée.

Pour ce faire, la méthode des études d'évènement est bien souvent utilisée.

Dans l'étude internationale sur les hedge funds menée par Becht et al. (2015), les auteurs ont conclu que l'entrée d'actionnaires activistes au sein de sociétés cotées engendre des rendements anormaux positifs égaux à 6,4% pour une période d'évènement de [-20 ; +20].

Plus particulièrement, les sociétés ciblées aux Etats-Unis, en Europe et en Asie ont obtenu respectivement des rendements de 7%, 6,4% et 4,8% entre 2000 et 2010. De plus, il apparaît que 53% des actions menées par les actionnaires activistes de leur échantillon ont été couronnées de succès. Ces résultats confirment ceux d'une étude précédemment réalisée par Brav, Jiang, Partnoy et Thomas (2008) aux Etats-Unis entre 2001 et 2006.

Brav et al (2008) ont, eux, estimé que l'activisme actionnarial poursuivi par les hedge funds permet d'augmenter le cours d'une action de 7 à 8%, suite à l'annonce publique des parts financières détenues dans la société ciblée. Cette augmentation confirme que le marché s'attend à ce que les actions menées par les activistes soient réussies. De plus, ces mêmes auteurs prouvent que les seules stratégies ayant un impact statistique positif sur le cours de l'action est l'activisme transactionnel. Cela peut sans doute expliquer pourquoi le fonds *Hermes U.K Focus Fund* analysé individuellement par Becht, Franks, Mayer et Rossi (2006) a utilisé majoritairement cette stratégie pour influencer le gouvernement de ses sociétés ciblées. Becht et al. (2015) complètent que l'amélioration de la performance des sociétés ciblées est plus importante lorsque les stratégies mises en place par les actionnaires activistes aboutissent à un résultat favorable.

Klein et Zur (2009) confirment également la réaction positive du marché suite à l'entrée d'hedge funds activistes américains. De plus, ils affirment que le taux de réussite des stratégies menées par ces fonds est de 60%. L'une des premières étapes nécessaires pour pouvoir influencer le conseil d'administration consiste à acquérir un siège au conseil d'administration lui-même. Dans leur échantillon, 73% des hedge funds activistes y parviennent. Dans un délai d'un an après la prise de participation, ils obtiennent des rendements anormaux égaux à 11,35% et ces résultats sont statistiquement significatifs.

Clifford (2008) rajoute un aspect important au contenu des études citées ci-dessus. En effet, il compare les rendements anormaux obtenus dans des sociétés ciblées par des actionnaires activistes avec ceux obtenu dans les sociétés où les nouveaux actionnaires restent passifs. Dans un intervalle de deux jours avant et après l'entrée des actionnaires, l'auteur révèle que les rendements anormaux cumulés sont deux fois plus importants dans les sociétés ciblées par l'activisme actionnarial.

Becht et al. (2006) n'ont, par contre, pas observé cette tendance dans le fonds *Hermes U.K Focus Fund*. En effet, les marchés ont semblé réagir négativement à l'entrée de cet actionnaire activiste dans les sociétés cotées. Les sociétés ciblées par ce fonds affichent des rendements anormaux négatifs de 2,7% sur une période d'événement de [-5 ; +5]. Ces résultats sont statistiquement significatifs. Néanmoins, des rendements positifs anormaux cumulés de 3 à 4% ont pu être atteints suite à la mise en place de stratégies concrètes. Ces conclusions sont basées sur l'analyse d'un seul fonds activiste. La prudence s'impose donc lors de sa généralisation.

L'impact des hedge funds en Europe a aussi été analysé. Becht, Franks et Grant (2010) ont déterminé que la performance des sociétés ciblées en Europe s'est accrue de presque 7% dans un délai de 41 jours autour la prise de participation. Un aspect intéressant de leur étude repose sur une décomposition des études d'événement par pays. Les quatre pays les plus ciblés par l'activisme actionnarial sont la France, l'Allemagne, l'Italie et la Grande-Bretagne. Respectivement pour ces pays, des rendements anormaux positifs ont pu être observés. Néanmoins, les résultats sont seulement statistiquement significatifs en Grande-Bretagne et en Allemagne.

Cziraki et al. (2010) a étudié l'impact des points mis à l'ordre du jour d'assemblées générales sur le prix de l'action. L'étude se base sur les résolutions d'actionnaires activistes en Grande-Bretagne et en Europe continentale entre 1998 et 2008. Les auteurs ont déterminé que l'évolution du prix de l'action de la société ciblée est plutôt négative.

Plus spécifiquement, l'étude de Dotsenko et Filatotchev (2015) menée dans des sociétés ciblées en Grande-Bretagne entre 1998 et 2008 a, par contre, révélé qu'une relation positive de court-terme existe entre l'annonce d'un point à l'ordre du jour et l'évolution du cours de l'action. L'organisation de débats publics en vue d'influencer les décisions d'une société ne semblent, néanmoins, avoir aucun impact sur le prix de l'action à court-terme alors qu'une performance négative est obtenue à la suite de ce genre d'évènement. Cela prouve que les débats publics ne semblent pas constituer un bon moyen d'augmenter la valeur d'une action. L'étude s'intéresse aussi à la différence de création de valeur entre les fonds institutionnels et les hedge funds. Le premier type d'actionnaires activistes semble influencer le cours de l'action négativement à court et à moyen terme. Par contre, une évolution positive peut être observée suite à des actions conduites par des hedge funds.

Un dernier aspect qu'il semble important d'énoncer est la différence de création de valeur entre les hedge funds investissant dans des sociétés dont leur siège social se trouve dans leur pays d'origine et les hedge funds investissant dans des marchés étrangers. Becht et al. (2015) ont montré que les rendements anormaux survenant après la prise de participation d'hedge funds dans des sociétés domestiques sont plus importants que dans le cas où les hedge funds investissent à l'étranger. En effet, ils s'élèvent à environ 7% dans le premier cas, contre 3,7% dans le second.

Aucune différence significative n'a été révélée entre les hedge funds américains et ceux des autres régions.

En prenant en compte ces différentes études, il semble que les hedge funds activistes profitent d'un réel potentiel d'amélioration de la performance de marché d'une société cotée à court et moyen terme. Les différents résultats présentés ci-dessus serviront dans la mise en perspective de la partie empirique du mémoire. Ils seront comparés avec les résultats d'un échantillon plus restreint.

3.2 Influence sur la performance opérationnelle

Afin de déterminer si la performance d'une société ciblée a été augmentée, de nombreux auteurs analysent la performance opérationnelle qui est calculé grâce au « *return on asset* » (ROA).

Brav et al. (2008) analyse l'impact des hedge funds sur la performance des sociétés ciblées en utilisant deux variables : le « *return on asset (ROA)*³ » et l'« *operating profit margins (OPM)*⁴ ». En comparant le résultat de ces mesures à celles d'autres sociétés faisant partie du même secteur, il semble que les sociétés ciblées par l'activisme actionnarial possèdent un ROA et un OPM dépassant ceux des sociétés non-ciblées, et cela, après l'intervention d'hedge funds activistes.

Clifford (2008) s'est intéressé également à la performance opérationnelle des sociétés ciblées. Il a révélé, comme Brav et al. (2008), une amélioration du ROA suite à la présence d'actionnaires activistes sur un horizon de deux ans. Plus spécifiquement, Becht et al. (2006) obtiennent une augmentation de 7.6% du ROA dans le portefeuille détenu par *Hermes U.K Focus Fund*.

Ces études montrent qu'il existe vraisemblablement une capacité des hedge funds activistes à améliorer la performance opérationnelle des sociétés sur un et sur deux ans après les interventions.

A long terme, les sociétés ciblées offrent un ROA plus élevé que celui qu'elles avaient obtenu avant l'intervention des actionnaires activistes. Cette conclusion est vraie et statistiquement significative sur un horizon de 5 ans (Bebchuk, Brav et Jiang, 2015).

³ ROA = EBITDA/actifs

⁴ OPM = EBITDA/ventes

Etude empirique

La partie empirique du mémoire repose sur une étude de sociétés cotées, cibles d'actions menées par des hedge funds, se définissant ou identifiées comme activistes d'un point de vue financier. Le but final revient à déterminer si l'influence de tels actionnaires permet d'améliorer la performance des sociétés ciblées. Pour ce faire, les sociétés sont réparties par secteur et par région afin de comparer leur performance à celle d'indices de marché correspondants.

L'étude empirique de ce mémoire est divisée en plusieurs chapitres. Tout d'abord seront présentées les motivations qui ont conduit au choix du sujet d'étude. Ensuite, les résultats de la collecte de données seront rapportés et leurs principales caractéristiques seront décrites. Nous élaborerons une vue d'ensemble des différents hedge funds et répartirons les sociétés ciblées en fonction de certaines variables comme la région géographique et le secteur d'activités. Enfin, l'analyse des résultats obtenus grâce à plusieurs études d'évènement débouchera sur une comparaison avec les enseignements tirés de la revue de littérature. Cette dernière partie est la plus importante du mémoire et est destinée à permettre de conclure sur l'existence observée ou non d'une amélioration de la performance, à partir de la date de prise de participation par les hedge funds.

1 Motivation

L'activisme actionnarial et son impact dans les sociétés ciblées sont des sujets qui sont présents dans la littérature scientifique. En effet, la revue de littérature du mémoire conduit à la découverte qu'une multitude d'auteurs se sont intéressés à diverses facettes du phénomène. Comme ce dernier affiche encore et toujours une large présence sur les marchés financiers, et que son influence sur l'évolution de cours d'actions semble jouer un rôle primordial, il a semblé opportun de tenter de faire le point sur le sujet.

Comme précisé dans l'historique précédent, les hedge funds ont accru leur présence en tant qu'actionnaires activistes depuis les années 90. De plus, ils possèdent des caractéristiques particulières et distinctes de celles des fonds traditionnels. Pour ces raisons, nous avons voulu étudier l'impact des activités des actionnaires activistes dans les sociétés détenues en partie par eux. L'objectif précis poursuivi revient à pouvoir déterminer si le rendement total du cours de ces sociétés ciblées a augmenté de façon significative à court-terme, à partir de la date à laquelle il a été révélé qu'un hedge fund activiste détenait au moins 5% des parts d'une société cotée.

La partie empirique devrait permettre, quant à elle, de confirmer ou non, les résultats tirés de l'étude de la revue de littérature, en utilisant une méthodologie propre aux études d'évènement. La particularité de la recherche envisagée repose sur l'analyse de création de valeur, par secteur ciblé et par hedge fund. C'est à cette fin que l'échantillon de base est divisé en plusieurs sous-échantillons, rendant possible la détermination des secteurs de l'échantillon dans lesquels la création de valeur est le plus probable. De plus, il est question de repérer les hedge funds activistes générateurs de la plus grande influence sur la performance des sociétés cotées.

2 Collecte des données

L'échantillon sur lequel l'analyse est basée se compose de sociétés ciblées par des hedge funds activistes depuis 2010. Le terminal Bloomberg a été la principale source d'information et a servi de base à la collecte de données. Certains articles et certaines revues scientifiques traitant des actionnaires activistes ont également soutenu les recherches (Activist Insight, 2016 ; Geneva Partners, 2013 ; J.P Morgan's M&A team, 2014 et Sheehan, 2014). C'est ainsi qu'il est devenu possible de déterminer les hedge funds considérés comme activistes dans le monde financier ainsi que les sociétés ciblées par eux. Ont été retenus des hedge funds sélectionnés pour leurs caractéristiques particulières, les distinguant d'autres types d'activisme actionnarial.

Tout d'abord, huit sociétés activistes implantées tant aux Etats-Unis qu'en Europe ont été identifiées. Afin de déterminer celles devant faire partie de l'analyse, un critère de sélection a permis de réduire la taille de l'échantillon. Plus précisément, nous avons sélectionné des sociétés d'une valeur de marché supérieure ou égale à \$2 milliards. Cette restriction a permis de garantir un certain degré d'influence exercé par les hedge funds sur les sociétés ciblées.

Au total, ces fonds regroupent 202 sociétés dans leur portefeuille. Cela conduit à supposer que le gouvernement d'entreprise de ces sociétés a sans doute été amené à être modifié. Afin de garantir que le potentiel d'engagement activiste de l'échantillon final soit important, il a été préférable de se concentrer sur le « *TOP 10* » des positions de chaque fonds. Ce qui a donné un échantillon restreint de 49 sociétés.

Cependant, la sélection a été affinée en utilisant deux autres critères. Le premier critère repose sur un pourcentage des parts financières dans les sociétés ciblées par les activistes. Le palier minimum a été fixé à 5% afin de s'assurer que les sociétés activistes sélectionnées détenaient un réel pouvoir d'influencer les décisions des assemblées générales ainsi que le gouvernement d'entreprise. Le deuxième critère a été de pouvoir profiter d'un historique des performances d'au moins deux ans après la première date d'entrée d'un actionnaire activiste. Cet historique devait permettre de calculer les régressions servant de base aux études d'événement.

En utilisant ces deux critères, la taille de l'échantillon a été réduite à 24 sociétés ciblées par l'activisme actionnarial. Ensuite, ont été déterminés, la région, le secteur d'activités de ces sociétés ainsi que l'historique de leur performance dans la base de données Bloomberg. Les

annexes 1 et 2 (cfr. infra p. 73-74) offrent des tableaux récapitulatifs de chaque société cotée de l'échantillon ainsi que les tickers utilisés pour les trouver dans Bloomberg.

Ce sont les actions détenues dans les sociétés ciblées qui ont été plus particulièrement étudiées. La date d'acquisition par les sociétés activistes est déterminée lorsque le seuil de participation est supérieur ou égal à 5%. Les données chiffrées portant sur l'évolution du prix de l'action et de la performance journalière des sociétés ciblées ont été rassemblées, pour autant qu'elles soient associées à une date postérieure à celle à laquelle les sociétés activistes en sont devenues propriétaires.

Il est important de souligner que les 24 sociétés composant l'échantillon possèdent encore aujourd'hui un hedge fund activiste en tant qu'actionnaire. De plus, les dates d'entrée des actionnaires activistes varient de 2010 à 2015. Par facilité de comparaison, les valeurs monétaires mentionnées ont toutes été uniformisées en valeurs exprimées en nombres de dollars américains (\$).

3 Description des données

La description suivante de l'échantillon étudié offre une vue d'ensemble des caractéristiques de chaque fonds et des sociétés ciblées.

3.1 Fonds activistes

Comme préalablement exposé, huit hedge funds ont été sélectionnés pour leur réputation dans le domaine de l'activisme actionnarial ainsi qu'en fonction de leur valeur de marché.

Figure 5 : Actionnaires activistes de l'échantillon

Actionnaire activiste	Nombre de positions	Valeur de marché (en millions)	Pays
Cevian Capital	9	\$6,5	Suède
Elliot Management	57	\$6,9	USA
Jana Partners	40	\$6,4	USA
Pershing Square	11	\$9,7	USA
Third Point	32	\$9,9	USA
Triun Fund Management	12	\$12,3	USA
Starboard Value	26	\$2,2	USA
ValueAct	15	\$12,7	USA

Source : Bloomberg (2016), données collectées le 2 avril 2016.

La figure précédente précise trois caractéristiques fondamentales des différents hedge funds sélectionnés. Dans l'échantillon, il ne figure qu'une seule société implantée en Europe, et plus précisément en Suède. De plus, le nombre de positions détenues diffère pour chacune des sociétés. En moyenne, ces sociétés détiennent un portefeuille composé de 25 sociétés cotées, valeur obtenue en divisant par 8, le nombre total de sociétés détenues, soit 202. Cevian Capital

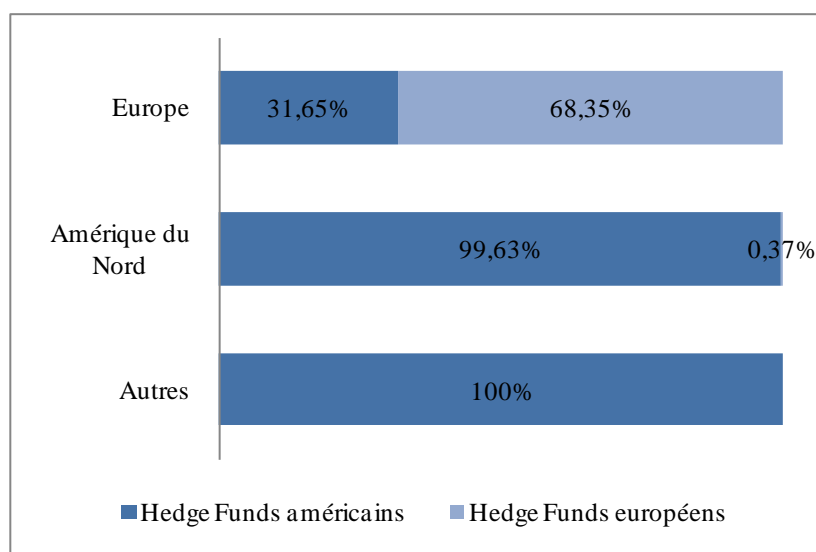
prend la place de hedge fund ayant diversifié le moins son investissement global, soit en 9 entreprises différentes, suivie de près par Pershing Square avec 11, Trian Fund Management avec 12, et ValueAct avec 15, alors qu'Elliot Capital Management se montre investisseur dans 57 sociétés. Néanmoins, ces hedge funds investissent tous dans des sociétés cotées afin d'y apporter des modifications, susceptibles de bénéficier à tous les actionnaires.

L'une de leurs différences majeures concerne les sociétés dans lesquelles ils investissent. En effet, celles-ci diffèrent tant au point de vue de la région que du secteur d'activités. Avant de déterminer les caractéristiques propres de l'échantillon de 24 sociétés, il semble judicieux de s'intéresser d'abord, à un échantillon de taille supérieure, en vue d'acquiescer une vue d'ensemble.

La plupart des sociétés ciblées par les huit hedge funds, 81% exactement, ont leur siège social situé en Amérique du Nord. L'Europe vient en deuxième position puisque seulement 18% des sociétés ciblées sont européennes. De façon nettement moins soutenue, certains hedge funds investissent dans d'autres régions comme l'Amérique Latine, l'Asie Pacifique et l'Afrique.

De plus, les sociétés situées en Amérique du Nord sont majoritairement détenues par des hedge funds américains alors que les sociétés européennes ont attiré des hedge funds américains à concurrence de 32% et des hedge funds européens à hauteur de 68%. Ce phénomène est illustré dans la figure suivante.

Figure 6 : Importance relative des hedge funds activistes américains et européens par région (en %)



Source : Bloomberg (2016), données collectées le 2 avril 2016.

Les secteurs d'activités les plus ciblés par les 8 hedge funds sont : l'industrie (22,7%), la consommation discrétionnaire (14,78%), la santé (14,31%), les technologies de l'information (14,28%) et la consommation de base (13,39%).

3.2 Sociétés ciblées

Les sociétés ciblées par l'activisme actionnarial ont été sélectionnées sur base de deux critères : une participation financière d'au moins 5% par un hedge fund activiste et un historique des performances d'au moins 2 ans avant la prise de participation des actionnaires activistes.

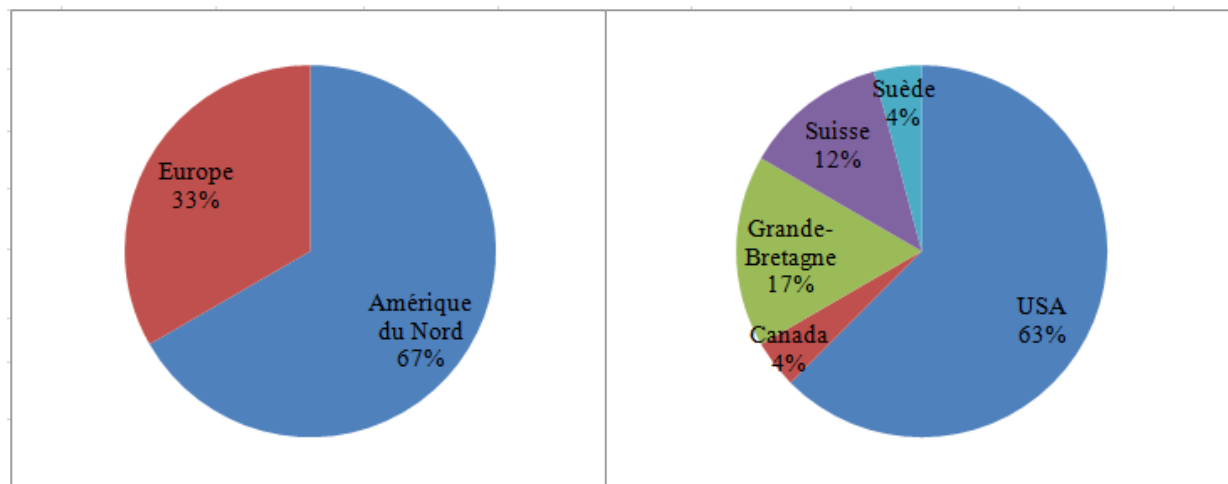
Dans la suite de l'exposé, les points communs et les différences entre ces 24 sociétés sont mises en avant. Cette présentation permet de les répartir en fonction de plusieurs critères : le secteur d'activités, la région géographique, la capitalisation boursière...

3.2.1 Secteurs et régions géographiques

Comme une partie de l'étude empirique se base sur des études d'événement réparties par secteur et par région, il semble justifié de concentrer d'abord l'analyse sur ces deux critères.

Les 24 sociétés cotées composant l'échantillon à étudier ont été regroupées par régions géographiques et par pays dans la figure suivante.

Figure 7 : Répartition géographique de l'échantillon



Source : Bloomberg (2016), données collectées le 2 avril 2016.

Les deux graphiques indiquent clairement que les sociétés situées en Amérique du Nord et plus particulièrement aux Etats-Unis sont les cibles principales de l'activisme actionnarial. En effet, 67% des sociétés de l'échantillon proviennent d'Amérique du Nord et plus précisément, 63% des Etats-Unis. Il semble normal que l'activisme actionnarial soit aussi présent aux Etats-Unis, région précurseur du l'activisme actionnarial, comme Van Buren (2008) et Le Maux (2004) l'ont souligné.

Comme annoncé plus haut, au fil des années, les sociétés européennes ont également fait partie de la cible des actionnaires activistes. C'est ainsi que 33% de l'échantillon est composé de sociétés cotées détenant leur siège social en Europe. Cependant, seuls trois pays représentent le continent : la Grande-Bretagne (17%), la Suisse (12%) et la Suède (4%).

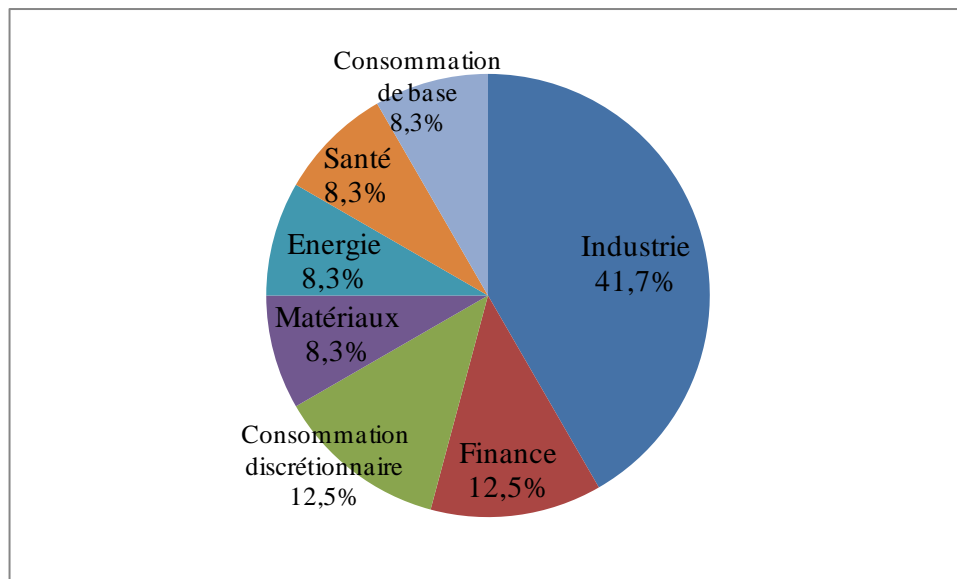
Afin de définir les secteurs d'activités représentés dans l'échantillon, la classification « *Global Industry Classification Standard (GICS)* » disponible dans Bloomberg a été utilisée. Comme elle a été créée par MSCI, le choix des indices sectoriels dans les chapitres suivants a été facilité. La classification retenue comporte 10 secteurs, 24 groupes d'industrie, 62 industries et 132 sous-industries. Pour l'exposé suivant, les 10 secteurs suivants sont les seuls à avoir été retenus :

1. consommation de base ;
2. consommation discrétionnaire ;
3. énergie ;
4. finance ;
5. industrie ;
6. matériaux ;
7. santé ;
8. services collectifs ;
9. services de télécommunication ;
10. technologies de l'information.

Dans l'échantillon, seuls sept des dix secteurs sont représentés. Il s'agit des secteurs de la consommation de base, la consommation discrétionnaire, l'énergie, la finance, l'industrie, les matériaux et la santé.

La figure suivante illustre l'importance relative de l'ensemble des sociétés cotées dans chaque secteur. Le secteur de loin le plus privilégié est celui de l'industrie puisque 42% des sociétés de l'échantillon sont actives dans ce secteur. Après lui, celui de la finance et celui de la consommation discrétionnaire s'octroient chacun une part du gâteau égale à 12,5%. Les secteurs des matériaux, de l'énergie, de la santé et de la consommation de base sont représentés à parts égales, soit chacun à hauteur de 8,3% de l'échantillon global.

Figure 8 : Importance relative des différents secteurs d'activité de l'échantillon



Source : Bloomberg (2016), données collectées le 2 avril 2016.

Ces constatations seront utilisées dans l'étude d'événement prenant en compte les secteurs. En effet, l'échantillon de base sera structuré en différents sous-échantillons, en liaison avec chaque secteur.

Il reste cependant à remarquer que ces résultats diffèrent de ce qui avait été exposé dans la revue de littérature. En effet, le secteur le plus ciblé dans notre échantillon est celui de l'industrie alors qu'Activist Insight (2016) déterminait que le secteur le plus touché en 2015 était ceux de la finance et des matériaux. De même, Block (2011) affirmait que le secteur de la technologie avait été le plus ciblé. Cependant, ce secteur n'apparaît pas dans notre échantillon. Les différences s'expliquent par le fait que les différents échantillons ont été construits différemment, et que les périodes de références des observations ne sont pas semblables.

3.2.2 Capitalisation boursière

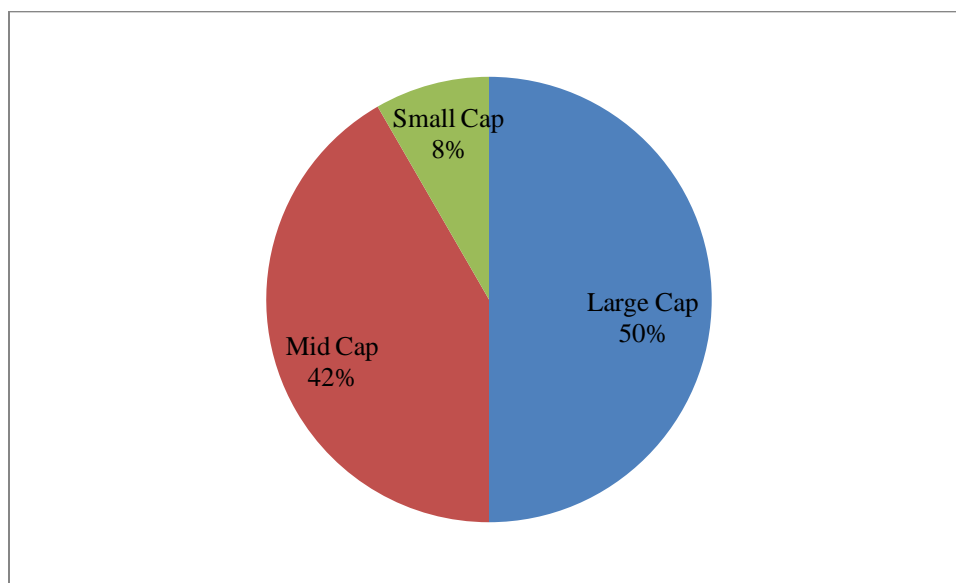
Afin de pouvoir répartir les sociétés de l'échantillon en fonction de leur capitalisation boursière, les critères de sélection utilisés dans la littérature ont été appliqués :

- petite capitalisation boursière : moins de \$2 milliards ;
- capitalisation boursière moyenne : entre \$2 et \$10 milliards ;
- large capitalisation boursière : plus de \$10 milliards.

A été retenue pour la répartition, la capitalisation boursière correspondant à l'année de l'entrée du hedge fund activiste dans la société ciblée.

Alors que Kein et Zur (2009) affirmaient que les hedge funds ont tendance à investir dans des sociétés de petite taille, la composition de l'échantillon illustre le fait que les hedge funds activistes investissent autant dans des sociétés à large capitalisation boursière que dans des sociétés à moyenne ou à petite capitalisation boursière. En effet, la figure suivante indique que la moitié de l'échantillon est composée de larges capitalisations boursières, 42% concerne des sociétés de tailles moyennes et 8% d'entre elles sont des sociétés n'excédant pas \$2 milliards en capitalisation.

Figure 9 : Echantillon réparti par taille de capitalisation boursière



Source : Bloomberg (2016), données collectées le 02 avril 2016.

Les moyennes des différentes catégories de capitalisation boursière pour notre échantillon sont les suivantes : \$27 milliards pour les grandes capitalisations, \$5 milliards pour les sociétés à capitalisation moyenne et \$ 1 milliard pour les petites capitalisations.

3.2.3 Taux d'endettement

Le taux d'endettement des sociétés ciblées par les actionnaires activistes a aussi constitué un sujet présent dans la littérature. L'analyse de celui des sociétés de l'échantillon se base sur la valeur du ratio « dettes sur fonds propres » fournie par Bloomberg. Il a été préférable de limiter à 22 la taille de l'échantillon conservé vu l'absence de données relatives à deux des 24 sociétés.

Comme pour la détermination de la capitalisation boursière de chacune des sociétés, le taux d'endettement relatif à chaque société concerne celui de l'année d'entrée du hedge fund.

Dans 41% des cas, les sociétés ciblées sont caractérisées par un taux d'endettement élevé puisqu'il est supérieur à 100%. En effet, il équivaut en moyenne à 215% des fonds propres. Cette constatation vient en contradiction avec les propos de Cziraki et al. (2010) qui affirmaient que les hedge funds activistes investissent principalement dans des sociétés faiblement endettées. Cependant, cette affirmation se vérifie néanmoins dans 59% des situations de l'échantillon, qui présentent ensemble, un taux d'endettement moyen égal à 56%.

L'évolution du taux d'endettement après l'entrée des actionnaires activistes semble pouvoir jouer le rôle de variable intéressante à étudier. Afin de permettre une comparaison acceptable et représentative d'une certaine réalité, il a été décidé de calculer l'évolution du ratio entre le moment de prise de participation des actionnaires activistes et le quadrimestre suivant cette date.

Durant cette période, le taux d'endettement des sociétés ciblées a augmenté de 5,41%. Néanmoins, celui des sociétés caractérisées par une valeur de ratio excédant 100% des fonds propres a diminué de 1,65% alors que celui des sociétés peu endettées a augmenté d'environ 10%.

3.2.4 Stratégies poursuivies par les hedge funds

L'entrée d'actionnaires activistes au sein de sociétés cotées est généralement influencée par le souhait d'y amener certains changements en termes de gestion et de stratégies. Pour cette raison,

neuf sociétés de l'échantillon ont été arbitrairement sélectionnées, en vue d'y déterminer les stratégies poursuivies par les hedge funds activistes. Pour ce faire, l'accent a été mis sur les quatre stratégies principales reprises dans la revue de littérature.

Les sources des informations viennent principalement de Bloomberg et Activist Insight (2016).

- *ConAgra Foods*

ConAgra Foods est la cible de Jana Partners depuis 2015. La raison principale qui a poussé l'hedge fund à investir dans cette société est l'acquisition de Ralcorp Holdings Inc. Il semble que cette acquisition n'a pas été bénéfique pour la performance de ConAgra Foods. Pour cette raison, Jana Partners a souhaité apporter des changements au niveau de la stratégie et au niveau de l'allocation de capital.

- *Sysco*

Depuis 2015, Sysco est la cible de Trian Fund Management. Deux sièges ont été acquis au conseil d'administration. Améliorer l'allocation de capital de la société a été le but poursuivi principal. Une augmentation du niveau de la dette semble avoir été l'un des moyens mis en œuvre pour parvenir à améliorer la performance et le rendement en faveur des actionnaires.

- *Cabela's*

Cabela's est la cible de Elliot Capital Management depuis 2015. La société vend des produits pour la chasse, la pêche et les sports d'extérieur. Néanmoins, elle a subi une forte diminution de ses chiffres de ventes ; ce qui a poussé le hedge fund à acheter des participations. L'objectif poursuivi par Elliot Capital Management porte sur un changement stratégique. En effet, le potentiel de vente de la société à des investisseurs de « *private equity* » semble constituer une solution pour parvenir à améliorer la performance de la société.

- *Darden Restaurants*

Starboard Value est l'actionnaire activiste présent chez Darden Restaurants. Depuis son entrée dans la société, Starboard Value a obtenu la mutation de tous les membres du conseil d'administration et une amélioration de la stratégie d'Olive Garden, l'une des marques de Darden Restaurants. Un article de Bloomberg datant d'avril 2016 a révélé que le CEO de Starboard

Value quittait la société, convaincu de ce que les changements nécessaires avaient été complètement apportés en vue d'améliorer la performance.

- *ABB*

ABB est une société spécialisée dans les technologies de l'énergie et de l'automatisation. Cevian Capital, l'actionnaire activiste européen, a investi dans cette société depuis 2015. Des changements stratégiques devraient y être poursuivis. En effet, Cevian Capital voudrait améliorer la performance de la société en vendant certaines parties ou en réalisant une scission en différentes entités, chacune devenant spécialiste dans un domaine.

- *Volvo*

Cevian Capital est devenu un actionnaire important chez Volvo depuis 2013. Le hedge fund a obtenu un siège au conseil d'administration afin d'obtenir les changements opérationnels nécessaires à une réduction des coûts et une amélioration de la performance.

- *Rolls-Royce*

Rolls-Royce est la cible du fonds activiste ValueAct depuis 2015. ValueAct y a réclamé un siège au conseil d'administration. Des changements stratégiques tels une restructuration y seront sans doute obtenus en vue de réduire certains coûts.

- *Pentair*

Pentair est la cible de Trian Fund Management depuis 2015. Le fond activiste souhaite y apporter des changements stratégiques et pousser ainsi Pentair à acquérir des concurrents. En effet, cette société semble détenir environ \$800 millions de cash disponible pour diverses acquisitions. Par contre, aucun siège au conseil d'administration n'a encore été acquis.

- *Alcoa*

Elliot Capital Management a investi dans Alcoa après que la société a annoncé sa scission en deux entités. Afin d'asseoir son influence, Elliot Capital Management a acquis trois sièges au conseil d'administration.

3.2.5 Performance des échantillons

Sont analysés, par secteur, les rendements et leur évolution, de 2010 à 2015 puisque la date d'entrée des actionnaires activistes dans les sociétés composant l'échantillon tombe dans la période allant de 2010 à 2015. Pour l'année 2016, nous considérons le rendement « *Year To date* » (YTD) relatif au premier trimestre de l'année 2016.

Afin d'obtenir une performance par secteur, un portefeuille est construit pour chaque secteur et les moyennes sont calculées en attribuant à chaque société la même pondération. Cela permet, quelque soit la capitalisation boursière des sociétés, de leur donner le même poids et ainsi d'éviter des portefeuilles où une valeur individuelle serait surreprésentée. C'est ainsi que, par exemple, chacune des trois sociétés incluse dans le secteur de la consommation discrétionnaire se voit attribuer le même poids relatif, celui d'un tiers, pour chacune de ses performances annuelles.

Par ailleurs, la valeur de quelques caractéristiques a été calculée, pour pouvoir mieux comparer les différentes performances, secteur par secteur, et relativement, bien sûr, à une même période considérée. C'est ainsi qu'en plus de la performance moyenne, les performances minimum et maximum ont été mises en évidence, au sein de chaque secteur, et en référence à la période retenue, allant de 2010 à 2015. De plus, il a semblé non négligeable de repérer la surperformance ou la sous-performance de chaque secteur en fonction d'un benchmark spécifique en calculant le ratio d'information. Le contenu du livre de Bodson, Grandin, Hübner et Lambert (2010) nous en rapporte une définition intéressante, ainsi qu'un mode de calcul retenu pour sa détermination.

Le ratio d'information est « *le rapport du rendement d'un portefeuille en excès du benchmark sur l'écart type de ces écarts* » (Bodson et al., 2010, p.147). La formule correspondante est :

$$RI_p = \frac{\overline{ER_p}}{\sigma(ER_p)}$$

où :

- RI_p est le ratio d'information ;
- ER_p est le rendement moyen excédentaire du portefeuille par rapport au benchmark ;
- $\sigma(ER_p)$ est la volatilité de ce rendement excédentaire, le « *traking error* ».

Une valeur du ratio d'information supérieure à 0 indique que le portefeuille surperforme le benchmark en prenant en compte le risque spécifique du portefeuille. Une valeur supérieure ou égale à 0,5 témoigne d'une bonne gestion du portefeuille.

Comme annoncé précédemment, nous avons réparti les sociétés de l'échantillon en fonction de leur classification sectorielle « GICS ». Ainsi, les benchmarks MSCI représentant ces différents secteurs dans les différents pays et régions du monde ont été déterminés pour calculer la valeur du ratio d'information. La figure suivante récapitule les différents secteurs de l'échantillon et les régions servant de base à une détermination pertinente du benchmark à utiliser. Cette sélection est également utilisée dans la méthodologie des études d'évènement présentes dans le mémoire.

Figure 10 : Benchmarks sectoriels et géographiques

Secteur	Région/ Pays	Benchmark
Industrie	Amérique du Nord/ Europe	70% MSCI Europe Industrie + 30% MSCI USA Industrie
Consommation discrétionnaire	USA	MSCI USA Consommation discrétionnaire
Consommation de base	USA	MSCI USA Consommation de base
Energie	USA	MSCI USA Energie
Santé	USA	MSCI USA Santé
Matériaux	USA	MSCI USA Matériaux
Finance	USA/ Europe	66,67% MSCI USA Finance + 33,33% MSCI Europe Finance

Source : Bloomberg (2016), données collectées le 20 avril 2016.

Dans les secteurs de l'industrie et de la finance, les benchmarks ont été créés en prenant en compte des indices MSCI déjà existant. Cela permet de représenter, le mieux possible, l'allocation des actifs de chaque portefeuille. Par exemple, le portefeuille représentant le secteur financier est composé de deux sociétés dont le siège social est basé aux Etats-Unis et d'une société dont le siège social est situé en Europe. Pour cette raison, deux tiers de l'indice est construit sur base du benchmark MSCI USA Finance et un tiers sur base de celui MSCI Europe Finance. La même méthode de calcul a été appliquée à l'échantillon du secteur industriel.

Afin de retrouver les benchmarks utilisés tout au long du mémoire dans Bloomberg, l'annexe 3 (cfr. infra p.75) récapitule les tickers de ces indices.

Les performances sectorielles de l'échantillon sont résumées dans la figure suivante. Ce tableau récapitulatif des rendements annuels montre que les sociétés profitant de la meilleure performance pendant la période allant de 2010 à 2015, appartiennent au secteur de la santé. En effet, le rendement annuel moyen durant les cinq années étudiées vaut 27,88%. Le seul secteur qui présente une performance négative pour la période analysée est celui des matériaux ; son ratio d'information est inférieur à 0 et les sociétés composant le portefeuille dégagent la performance la plus faible de l'échantillon. En 2011, la performance plonge même jusqu'à une valeur négative de -43%.

Figure 11: Performances sectorielles (en %), pendant la période allant de 2010 à 2015

	Rendement annuel (%)							Statistiques (2010 - 2015)			
	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016 (YTD)	Moyenne	Maximum	Minimum	IR
Consommation de base	4,74	12,17	13,52	18,05	11,90	12,27	11,05	12,11	18,05	4,74	-0,3656
Consommation discrétionnaire	30,76	10,00	37,49	45,06	-0,57	-3,91	4,44	19,80	45,06	-3,91	-0,0283
Energie	34,94	-19,57	-10,42	47,40	-3,62	-24,73	2,23	4,00	47,40	-24,73	0,0051
Finance	89,46	-14,90	48,18	13,88	8,16	-3,52	1,47	23,54	89,46	-14,90	0,4014
Industrie	43,37	-6,77	30,74	37,22	-10,29	-9,02	7,86	14,21	43,37	-10,29	0,4427
Matériaux	-3,78	-43,01	1,73	23,85	57,76	-40,74	-17,79	-0,70	57,76	-43,01	-0,2982
Santé	51,05	32,54	32,56	51,90	15,23	-16,00	-32,96	27,88	51,90	-16,00	0,3980

Source : Bloomberg (2016), données collectées le 20 avril 2016.

Les sociétés du secteur financier ont fourni la meilleure prestation de performance en 2010, année pendant laquelle elle a presque augmenté de 90%. De même, elles obtiennent un ratio d'information de valeur proche de 0,4, ce qui indique une surperformance par rapport au benchmark choisi. Cela est également le cas pour les sociétés appartenant au secteur de l'industrie.

Sur base du ratio d'information, il peut être conclu que les sociétés appartenant au secteur de l'industrie, de la finance et de la santé ont surperformé par rapport à leur benchmark respectif pour la période étudiée.

4 Méthodologie

La méthodologie retenue se base sur des études d'événement, en utilisant les rendements anormaux cumulés (CAR). Pour ce faire, l'étude menée par Becht et al. (2015) a servi d'inspiration.

Cette méthodologie est d'ailleurs souvent utilisée dans la littérature, pour mesurer l'impact de l'activisme actionnarial sur les sociétés ciblées. En effet, elle permet de neutraliser les effets potentiels liés à des dates différentes d'un même type d'événement et permet de tenir compte d'une période systématiquement de même durée, située autour de l'événement.

Lors de l'utilisation de la méthodologie sélectionnée, sera poursuivi l'objectif de répondre à la question suivante : « quel est l'impact sur la performance d'une prise de participation d'au moins 5% par les hedge funds activistes dans des sociétés cotées ? ».

En vue de répondre à cette question, nous avons mené trois études d'événement en mettant en avant différentes variables. La première étude organise l'échantillon de 24 sociétés en deux sous-échantillons en tenant compte de leur région d'appartenance : l'Europe ou les Etats-Unis. La deuxième étude prend en compte les différents secteurs présents dans l'échantillon. La troisième et dernière étude est centrée sur les fonds activistes : elle tente de déceler l'existence d'un fond capable de créer nettement plus de valeur dans les sociétés cotées que les autres. Les résultats de ces trois études devraient permettre de repérer une influence plus forte au sein d'une région, dans un secteur ou pour un fonds activiste en particulier.

La première étape pour mener une étude d'évènement consiste à définir l'évènement à étudier. Comme avancé précédemment, le but du mémoire revient à mettre autant que possible en évidence, l'influence de la prise de participation d'hedge funds activistes dans des sociétés cotées. Dès lors, l'évènement qui a été sélectionné est une prise de participation d'au moins 5% par les hedge funds activistes de l'échantillon ($\tau = 0$). Les dates clés pour chaque société cotée ont été obtenues par Bloomberg.

Ensuite, il convient de déterminer la fenêtre d'estimation ainsi que la ou les fenêtres d'évènement. La fenêtre d'estimation permet de calculer les rendements attendus dans le cas où aucun évènement n'a lieu. Vu qu'un historique de performances d'au moins deux ans a été

collecté pour chaque société, il a été décidé de fixer la valeur de la fenêtre d'estimation à environ 400 jours. En effet, cela permet d'obtenir des régressions se basant sur des valeurs et fluctuations de long terme, c'est-à-dire supérieur à 1 an. La fenêtre d'estimation peut être définie comme suit : [- 420 ; -21].

La fenêtre d'événement représente la période durant laquelle les rendements anormaux sont analysés autour de l'évènement à étudier. Nous en avons définies plusieurs à court et moyen terme. Comme opéré par Becht et al. (2015), la fenêtre principale est définie sur une période de 41 jours incluant l'évènement : [-20 ; +20]. Cela suppose que la prise de participation a pu se réaliser dans les 20 jours précédents la date à laquelle la participation a été révélée ($\tau = 0$). De même, cette fenêtre d'évènement permet d'analyser les rendements 20 jours après $\tau = 0$. Ce choix a également été retenu afin de pouvoir comparer plus facilement les résultats obtenus, à ceux de la littérature sélectionnée.

De plus, d'autres fenêtres d'évènement ont été définies afin de fixer chaque étape dans la prise de participation. Leur détermination s'inspire de la méthode utilisée par Dotsenko et Filatotchev (2015). La fenêtre [-10 ; -3] indique si et comment le marché anticipe la prise de participation. Celle définie sur cinq jours [-2 ; +2] s'intéresse à la création de valeur à très court terme. Les fenêtres d'évènement [+3 ; +10] et [+3 ; +75] indiquent la création de valeur à court et à moyen terme après l'évènement. Cette dernière suppose que les hedge funds commencent à jouer leur rôle d'activistes et donc, à proposer des stratégies susceptibles d'engendrer des changements notables au sein des sociétés ciblées. Par contre, le manque de données récentes empêche une étude de l'évènement sur un terme plus long. En effet, certaines hedge funds ont investi dans des sociétés de l'échantillon en décembre 2015.

Afin d'obtenir les rendements anormaux (AR), le modèle utilisé est celui du marché, le « *market model* ». Ce dernier permet d'estimer, par une simple régression linéaire, les performances attendues en fonction d'un indice de marché dans le cas où aucun évènement n'a eu lieu. Dès lors, la formule utilisée pour calculer la valeur des AR est la suivante :

$$AR_{it} = R_{it} - (a_i + \beta_i R_{mt})$$

où :

- AR_{it} est le rendement anormal de la société i au moment t ;
- R_{it} est le rendement obtenu ou actuel ;
- α_i et β_i qui sont respectivement l'ordonnée à l'origine et la pente, les coefficients de la régression permettant d'estimer les rendements attendus. R_{mt} est le rendement de l'indice de marché au moment t , il est la variable explicative de la régression.

Les régressions linéaires pour les 24 sociétés ont été obtenues en choisissant des indices de marché répliquant au mieux les caractéristiques de chaque société. Pour l'étude d'événement prenant en compte les régions, le S&P 500 a été utilisé pour les Etats-Unis et le STOXX Europe 600 pour l'Europe. Les indices choisis pour les sous-échantillons sectoriels ont déjà été expliqués dans la figure 10 décrivant les benchmarks alloués à chaque secteur de l'échantillon global. Pour l'étude d'événement prenant particulièrement en compte les hedge funds, le S&P 500 et le STOXX Europe 600 ont également été utilisés. Le STOXX Europe 600 a servi pour construire la régression linéaire de Cevian Capital, le fonds européen investissant principalement dans des valeurs individuelles européennes. Tous les autres fonds sont américains et détiennent des portefeuilles composés essentiellement d'actions de sociétés américaines. Pour cette raison, leur régression a été construite sur base du S&P 500.

En sommant les rendements anormaux obtenus pour chaque jour de la fenêtre d'événement, nous obtenons les rendements anormaux cumulés (CAR) de chaque société :

$$CAR_{i(\tau_1, \tau_2)} = \sum_{t=\tau_1}^{\tau_2} AR_{it}$$

La fenêtre d'événement est définie par $[\tau_1; \tau_2]$.

Etant donné que notre échantillon de base est composé de 24 sociétés et que les sous-échantillons sont composés d'au moins deux sociétés, il faut agréger les résultats obtenus pour chaque société afin d'obtenir les rendements anormaux moyens cumulés (CAAR). Les conclusions, et les comparaisons aux thèses de la littérature existante sont précisément basées sur ces résultats. La restriction $N=2$ ou $N>2$ a été introduite afin d'éviter de faire reposer des conclusions sur des résultats associés à une seule société.

Les valeurs des CAAR sont obtenues grâce à la formule suivante :

$$CAAR_{(\tau_1, \tau_2)} = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N CAR_{i(\tau_1, \tau_2)}$$

où N est le nombre de sociétés cotées composant l'échantillon.

La conclusion relative à l'importance et à la significativité des résultats s'appuie sur un test d'hypothèses bilatéral.

$$H_0: CAAR = 0$$

$$H_1: CAAR \neq 0$$

L'hypothèse H_0 signifie que les rendements anormaux cumulés sont égaux à zéro. En d'autres termes, elle illustre le fait que l'événement n'a pas d'impact sur les rendements. Dans le cas où l'hypothèse nulle est acceptée, cela nous permettrait de conclure que la prise de participation d'au moins 5 % par des hedge funds activistes dans des sociétés cotées n'a pas d'impact significatif sur la performance de ces sociétés.

Afin de pouvoir accepter ou rejeter l'hypothèse nulle, nous avons basé nos conclusions sur le résultat du principal test statistique généralement utilisé dans la littérature pour les études d'événement. Ce test s'opère en comparant à une certaine valeur critique, la valeur dite observée et calculée à l'aide de la formule suivante :

$$t = \frac{CAAR_{(\tau_1, \tau_2)}}{\hat{\sigma}_{CAAR_{(\tau_1, \tau_2)}}}$$

où la variance estimée des CAAR est $\widehat{\sigma}_{CAAR_{(\tau_1, \tau_2)}}^2 = \frac{1}{N^2} \sum_{i=1}^N (CAR_{i(\tau_1, \tau_2)} - CAAR_{(\tau_1, \tau_2)})^2$.

Le logiciel Event Study Metrics a été utilisé pour élaborer les différentes études d'événement. Les p-value ou probabilités critiques sont également fournies lorsque les tests statistiques sont effectués. Les différents niveaux de test usuels sont 10%, 5% et 1%. Ces derniers nous ont permis de conclure sur le degré de signification des différents résultats d'études d'événement. L'hypothèse nulle est rejetée, soit si la p-value est inférieur à 10%, 5% ou 1%, soit si la valeur absolue du test statistique, qui suit une loi normale, est supérieure à 1,65 pour un degré de risque

de 10%, 1,96 pour un niveau de risque de 5% ou 2,58 pour un niveau de risque de 1%. Cela signifie que la présence d'actionnaires activistes au sein des sociétés cotées pourrait avoir un impact sur la performance. Les résultats sont alors déclarés statistiquement significatifs avec un degré de confiance de 90%, 95% ou 99%.

5 Mise en perspective

Le dernier chapitre du mémoire porte sur l'interprétation des résultats et sur les conclusions que l'on peut tirer d'une comparaison aux enseignements de la littérature. Cette mise en perspective permet de donner un sens aux résultats et ouvre la porte sur d'autres études destinées à améliorer la compréhension du phénomène de l'activisme actionnarial.

Les limites de l'étude empirique effectuée font partie des sujets de l'exposé suivant.

5.1 Résultats

Les résultats qui suivent concernent les trois études d'événement calculées afin de répondre à la question fondamentale du mémoire : quel est l'impact sur la performance d'une prise de participation d'au moins 5% par un hedge fund activiste dans des sociétés cotées ? Comme précisé dans la méthodologie, la première étude d'événement concerne la différence entre les régions, la deuxième, les secteurs et la troisième, les hedge funds.

Pour chaque étude, nous avons considéré les mêmes dates de prise de participation de minimum 5% pour chaque société cotée. Le but recherché est de parvenir à déduire que cette prise de participation a un effet statistiquement significatif sur la performance des sociétés ciblées à court et à moyen terme.

Afin de faciliter la compréhension des résultats et pour utiliser les mêmes habitudes que celles découvertes dans la littérature, les probabilités critiques qui prouvent que les résultats sont statistiquement significatifs sont suivies par *, ** ou *** pour les différents niveaux de risque respectivement égaux à 10%, 5% et 1%.

Pour l'ensemble de l'échantillon, composé de 24 sociétés cotées, a également été élaborée une étude d'événement. Cette dernière facilite la compréhension et procure une vue générale de l'impact de l'activisme actionnarial dans notre échantillon.

Comme il a été précisé dans la description des données collectées, l'échantillon est constitué à 67% de sociétés américaines et à 33% de sociétés européennes. Pour cette raison, un indice a été créé en suivant les mêmes proportions avec les benchmarks S&P 500 et STOXX Europe 600 afin qu'il reflète au mieux les tendances théoriquement prévisibles de ce portefeuille de sociétés.

La figure suivante résume les rendements anormaux cumulés sur les différentes périodes d'évènement pour l'ensemble de l'échantillon.

Figure 12: Rendements anormaux cumulés de l'échantillon

Fenêtre d'évènement [jours]	N	Moyenne (%)	t-stat	p-value	% positif
<i>Echantillon de base</i>					
CAAR [-20; +20]	24	1,21	0,5192	0,6036	50
CAAR [-10; -3]	24	1,45	1,1319	0,2577	54,17
CAAR [-2; +2]	24	0,26	0,3892	0,6971	45,83
CAAR [+3; +10]	24	-1,64	-0,9735	0,3303	54,17
CAAR [+3; +75]	24	6,59	2,2431	0,0249**	62,5

Source : Bloomberg (2016) et Event Study Metrics 1.7.

Des rendements anormaux positifs pour la fenêtre d'évènement [-20 ; +20] peuvent être observés. En effet, la performance des sociétés de l'échantillon a augmenté de 1,21 % sur une période de 41 jours avant et après la prise de participation des hedge funds activistes. Néanmoins, la p-value de ces résultats est de 0,6036. Cela ne permet pas de rejeter l'hypothèse nulle et suggère que la prise de participation des hedge funds activistes n'influence pas la performance des sociétés ciblées. Cela peut être expliqué par un écart-type élevé traduisant une dispersion importante des valeurs de l'échantillon autour de la moyenne des CAR. Cette conclusion est en contradiction avec les résultats de Becht et al. (2015). En effet, ils avaient obtenu pour cette même période, des rendements anormaux positifs de 6,4% qui étaient statistiquement significatifs.

La même interprétation peut être donnée pour les rendements anormaux de court terme obtenus avant et après la prise de participation. Cependant, il est intéressant de remarquer que les rendements anormaux cumulés sont négatifs 15 jours après la prise de participation. Bien que ce résultat ne soit pas statistiquement significatif, il peut être supposé, pour 46% de l'échantillon, que la réaction du marché a été négative peu après la déclaration de la prise de participation. Cela semble trahir une certaine incertitude chez les investisseurs/actionnaires, vis-à-vis des avantages potentiels liés aux stratégies privilégiées par les fonds activistes et de leur taux de réussite.

Par contre, à moyen terme, l'hypothèse nulle est rejeté pour la fenêtre d'évènement [+3 ; +75]. Les rendements anormaux cumulés d'une valeur proche de 7% sont statiquement significatifs

puisque la probabilité critique du test liée à ce résultat est inférieure au niveau statistique de 5%. Dès lors, ces résultats prouvent, avec un niveau de confiance de 95%, que les CAAR sont différents de zéro après l'entrée des hedge funds activistes. Cette observation rejoint en réalité les conclusions de Becht et al. (2015) concernant un horizon un peu plus lointain.

La prise de participation d'au moins 5% des hedge funds activistes dans des sociétés cotées semble donc avoir un impact positif sur la performance à moyen terme. Dans le cas où les actionnaires activistes entreprennent de faire connaître rapidement et publiquement leurs intentions, cela pourrait justifier cette réaction positive puisque le marché est susceptible d'anticiper les bienfaits des futures stratégies. Ces explications restent toutefois des hypothèses puisque ne sont pas analysées, dans le cadre du mémoire, les stratégies elles-mêmes, poursuivies par les actionnaires activistes.

5.1.1 Etude d'événement par région

Les études précédentes repérées sur le sujet traitent généralement de l'effet de l'activisme actionnarial sur la performance entre pays et région. Les auteurs Becht et al. (2015), Becht et al. (2010), Klein et Zur (2009) ainsi que Brav et al. (2008) ont tous soutenu, en relation à des périodes et des échantillons différents, que la prise de participation d'hedge funds activistes est responsable de rendements anormalement positifs sur le court terme. Aucune différence flagrante n'a été décelée entre les pays ou entre les régions. Aux Etats-Unis et en Europe, ils ont observé des rendements inhabituels, augmentés de 7% environ.

L'échantillon retenu précédemment, de taille nettement plus restreinte, ne permet pas, de tirer des conclusions générales sur l'influence de l'activisme actionnarial comme l'ont fait les auteurs précédemment cités. Cependant, il était digne d'intérêt de se rendre compte que les caractéristiques d'un plus petit échantillon peuvent prendre des valeurs assez éloignées de celles attendues sur base des lois de fonctionnement avancées dans la littérature.

C'est ainsi que la figure suivante illustre au sein des résultats, une différence marquante entre les deux régions représentées par les individus de l'échantillon, les Etats-Unis et l'Europe.

Figure 13 : Rendements anormaux cumulés par région

Fenêtre d'évènement [jours]	N	Moyenne (%)	t-stat	p-value	% positif
<i>USA</i>					
CAAR [-20; +20]	16	-2,14	-0,4914	0,6232	37,5
CAAR [-10; -3]	16	4,03	1,7042	0,0884*	62,5
CAAR [-2; +2]	16	-0,73	-0,6391	0,5228	43,75
CAAR [+3;+10]	16	-3,68	-1,0753	0,2822	50
CAAR [+3;+75]	16	7,18	1,7221	0,0850*	56,25
<i>Europe</i>					
CAAR [-20; +20]	8	3,16	0,6937	0,4879	62,5
CAAR [-10; -3]	8	-0,01	-0,0035	0,9972	37,5
CAAR [-2; +2]	8	-0,20	-0,0775	0,9382	25
CAAR [+3;+10]	8	3,73	1,3544	0,1756	62,5
CAAR [+3;+75]	8	10,95	1,3562	0,1750	50

Source : Bloomberg (2016) et Event Study Metrics 1.7.

Pour les Etats-Unis comme pour l'Europe, les rendements anormaux, ou inhabituels, attendus auraient dû prendre la valeur de 7% pour la fenêtre d'évènement [-20 ; +20], sur base des résultats avancés dans la littérature scientifique de référence. Or, l'on remarque aisément que les rendements observés et leur test statistique affichent des valeurs différentes de celles attendues.

Sur une période de 41 jours, les sociétés américaines alignent des rendements anormaux négatifs alors que la performance des sociétés européennes ciblées par l'activisme actionnarial s'est améliorée de 3% en moyenne. Toutefois, les tests statistiques effectués sur ces résultats démontrent qu'ils ne sont pas significatifs statistiquement parlant. Nous sommes, dès lors, dans l'impossibilité d'affirmer avec un degré de confiance suffisant que la prise de participation des hedge funds activistes a eu un impact favorable sur la performance des sociétés cotées en la période de temps concernée.

La même affirmation est appliquée aux différents rendements obtenus pour les sociétés situées en Europe. La dispersion de leurs résultats joue en faveur de l'hypothèse nulle. Par exemple, la p-value de la fenêtre d'évènement [-2 ; + 2] est égale à 93,82%. Cela signifie que la probabilité

d'obtenir les résultats de l'hypothèse nulle vaut 93,82%, un pourcentage énorme, en complète contradiction avec celui attendu, de quelques pourcents. Par contre, la p-value des rendements anormaux post-événement à court et moyen terme est environ de 17%, un pourcentage trop grand mais certes beaucoup plus réduit que le précédent. Cela ne permet pas de conclure sur une signification statistiquement suffisante de la thèse, bien qu'une réelle tendance positive puisse être observée au sein des rendements

Les résultats obtenus pour les sociétés américaines sont plus réjouissants. Avant et après la prise de participation ($[-10 ; -3]$ et $[+3 ; +75]$), les rendements anormaux cumulés sont positifs et sont statistiquement significatifs à un niveau de confiance de 90%. Bien que ce niveau reste inférieur à celui de la significativité requise de 95%, et que le risque de se tromper garde une valeur non négligeable, 10% en l'occurrence, ces résultats permettent de rejeter l'hypothèse nulle à plus de 10%, à l'image du rejet de Klein et Zur (2009) et de celui de Brav et al. (2008) ; ceux-ci considèrent que les rendements anormaux cumulés sont différents de zéro avant et après une prise de participation par les actionnaires activistes. Les marchés anticipent donc positivement l'arrivée des hedge funds activistes en tant qu'actionnaires et cette attitude positive perdure quelques jours après la date de l'événement.

En guise de conclusion, nous pouvons affirmer que la prise de participation d'hedge funds dans des sociétés américaines semble influencer positivement la performance des sociétés avant et après la date de l'événement, cela avec un degré de confiance de 90%. Cela n'est, cependant, pas vrai dans le cas des sociétés européennes de l'échantillon, puisque nous aboutissons à un degré de confiance tout-à-fait insuffisant.

5.1.2 Etude d'événement par secteur

Dans la littérature qui a été parcourue, nous n'avons repérée aucune étude concentrée sur le sujet des secteurs d'activité des sociétés ciblées par l'activisme actionnarial. Cependant, il est d'importance primordiale pour les hedge funds activistes d'investir dans des sociétés en lesquelles un fort potentiel de création de valeur est envisageable. Une analyse des variations et des performances futures des secteurs prend donc une place prioritaire.

C'est pourquoi il a semblé indispensable de s'intéresser tout particulièrement aux secteurs des sociétés cotées qui constituent la cible principale des actionnaires activistes. Le but poursuivi est

apparenté à la question de recherche et porte sur une tentative de mise en relation avec le secteur d'activité lui-même. L'étude d'événement menée précédemment permet de tirer des conclusions sur les secteurs qui ont profité de rendements importants, à la suite de l'entrée d'actionnaires activistes entre 2010 et 2015.

Les rendements anormaux cumulés obtenus dans les différents secteurs sont exposés dans la figure 14 de la page suivante. Il est important de noter que ces résultats ne font pas l'objet d'une comparaison avec la littérature utilisée puisqu'aucun auteur sélectionné dans la recherche ne semble s'être penché sur l'aspect sectoriel des sociétés cibles de l'activisme actionnarial. Il devient donc primordial de garder un esprit critique vigilant lors de l'interprétation des résultats.

Les résultats répartis par secteur ont été tirés de l'échantillon de base non modifié, c'est-à-dire bel et bien composé de 24 mêmes sociétés cotées. Chaque secteur est donc représenté à un degré propre, comme défini précédemment dans la figure 8. Le secteur de l'industrie compte 10 sociétés dans l'échantillon, tandis que les autres secteurs n'y sont représentés que par deux ou trois sociétés cotées.

Trois secteurs affichent des rendements anormaux qui ne sont pas statistiquement significatifs pour les différentes périodes d'événement. Il s'agit des secteurs de la consommation de base, de la consommation discrétionnaire et de la finance. En effet, les probabilités critiques étant plus élevées que les différents niveaux de risque acceptables en théorie, l'hypothèse nulle ne peut être rejetée. Aucune conclusion significative ne peut donc être formulée sur l'influence des actionnaires activistes, à l'égard de la performance des sociétés ciblées.

Les autres secteurs, qui sont ceux de l'énergie, de l'industrie, des matériaux et de la santé, semblent afficher des résultats plus prometteurs en matière d'impact des hedge funds activistes sur la performance des sociétés ciblées.

Figure 14 : Rendements anormaux cumulés par secteur

Fenêtre d'évènement [jours]	N	Moyenne (%)	t-stat	p-value	% positif
<i>Consommation de base</i>					
CAAR [-20; +20]	2	-5,08	-1,1247	0,2607	0
CAAR [-10; -3]	2	-0,56	-0,7705	0,4410	50
CAAR [-2; +2]	2	-0,32	-1,1703	0,2419	0
CAAR [+3;+10]	2	-1,66	-0,5756	0,5649	50
CAAR [+3;+75]	2	-6,24	-1,1384	0,2550	0
<i>Consommation discrétionnaire</i>					
CAAR [-20; +20]	3	-1,00	-0,644	0,5193	33,33
CAAR [-10; -3]	3	-0,05	-0,0344	0,9726	33,33
CAAR [-2; +2]	3	0,77	0,3837	0,7012	33,33
CAAR [+3;+10]	3	-1,20	-0,5849	0,5586	66,67
CAAR [+3;+75]	3	3,01	0,5288	0,5969	33,33
<i>Energie</i>					
CAAR [-20; +20]	2	3,79	1,4518	0,1465	100
CAAR [-10; -3]	2	0,81	0,5525	0,5806	50
CAAR [-2; +2]	2	1,10	1,2876	0,1979	100
CAAR [+3;+10]	2	3,23	2,268	0,0233**	100
CAAR [+3;+75]	2	3,78	0,7698	0,1601	50
<i>Finance</i>					
CAAR [-20; +20]	3	-0,56	-0,0847	0,9325	33,33
CAAR [-10; -3]	3	3,16	1,0882	0,2765	66,67
CAAR [-2; +2]	3	3,21	1,061	0,2887	66,67
CAAR [+3;+10]	3	-1,80	-0,4999	0,6171	33,33
CAAR [+3;+75]	3	1,71	0,2218	0,8245	66,67
<i>Industrie</i>					
CAAR [-20; +20]	10	6,91	1,4435	0,1489	60
CAAR [-10; -3]	10	0,64	0,2704	0,7869	40
CAAR [-2; +2]	10	0,11	0,0497	0,9604	30
CAAR [+3;+10]	10	5,67	2,2818	0,0225**	70
CAAR [+3;+75]	10	16,22	2,1782	0,0294**	60
<i>Matériaux</i>					
CAAR [-20; +20]	2	-14,15	-1,2816	0,2000	0
CAAR [-10; -3]	2	15,50	2,0777	0,0377**	100
CAAR [-2; +2]	2	-5,59	-3,2149	0,0013***	0
CAAR [+3;+10]	2	-20,19	-3,7340	0,0002***	0
CAAR [+3;+75]	2	-2,24	-0,1665	0,8678	50
<i>Santé</i>					
CAAR [-20; +20]	2	-2,27	-2,7354	0,0062***	0
CAAR [-10; -3]	2	-3,54	-6,0645	0,0000***	0
CAAR [-2; +2]	2	-1,72	-1,4637	0,1433	0
CAAR [+3;+10]	2	0,20	0,5634	0,5732	50
CAAR [+3;+75]	2	4,35	3,0431	0,0023***	100

Source : Bloomberg (2016) et Event Study Metrics 1.7.

Les sociétés du secteur de la santé sont les seules à obtenir des rendements anormaux négatifs, à un niveau de confiance statistiquement significatif pour la période d'événement $[-20 ; +20]$. En effet, les autres secteurs affichent des résultats sur base desquels, l'hypothèse nulle ne peut être rejetée. Les personnes investissant dans le secteur de la santé ne semblent pas apprécier l'arrivée d'hedge funds activistes. Nous supposons qu'ils doutent du taux de réussite des stratégies mises en place par les hedge funds. Cela reste vrai au niveau de confiance le plus élevé, celui de 99%.

En décomposant cette fenêtre d'événement, il peut être observé que les rendements négatifs sont obtenus surtout avant la prise de participation, également de façon significative, puisque à 99%.

Ce qui rejoint les considérations de Goranova et Ryan (2014) et de Sheehan (2014) qui admettent que la plupart des sociétés ciblées sous-performent par rapport à leur indice de marché. Par contre, un impact positif de la prise de participation sur les rendements anormaux est obtenu pour la fenêtre d'événement $[+3 ; +75]$. Dès lors, nous pouvons affirmer que les rendements anormaux cumulés sont différents de zéro à un degré de confiance de 95%. La prise de participation des actionnaires activistes dans des sociétés du secteur de la santé semble avoir un impact sur la performance. Le marché, étant dans l'incertitude, d'abord anticipe cet événement de façon négative, et ensuite, semble rebondir et engendre une hausse approximative de 4% sur le moyen terme.

Les rendements anormaux sont également positifs pour les sociétés du secteur de l'industrie. A court et moyen terme ($[+3 ; +10]$ et $[+3 ; +75]$), les résultats sont statistiquement significatifs à un degré de confiance de 95% démontrant une réelle augmentation de la performance suite à la prise de participation des hedge funds activistes. En comparant les rendements de différents secteurs relatifs à ces mêmes périodes, il est à remarquer que l'impact des actionnaires activistes sur la performance est le plus prononcé dans le secteur de l'industrie. Ce dernier est donc propice à une réaction positive du marché suite à la prise de participation d'hedge funds activistes.

A l'opposé, les sociétés appartenant au secteur des matériaux affichent des rendements anormaux négatifs pour les périodes $[-2 ; +2]$ et $[+3 ; +10]$. Ces résultats sont statistiquement significatifs étant donné que leur p-value est inférieure à 1%. Ces sociétés ont des performances qui baissent d'au moins 20% après la prise de participation alors qu'elles semblent surperformer avant la prise de participation. En effet, les rendements anormaux sont de 15% et l'hypothèse nulle est rejetée à

un niveau de confiance de 95%. Ces résultats peuvent sembler étonnants en tenant compte des rendements anormaux des périodes suivantes. Deux autres raisons peuvent servir d'explication : d'une part, le marché anticipe positivement l'arrivée des actionnaires activistes et devient ensuite plus prudent par rapport à leurs stratégies, et d'autre part, les dates d'événement peuvent être incorrectes, ce qui signifie que l'événement a eu lieu avant la date qui avait été définie dans Bloomberg ; cela signifierait que l'impact des hedge funds est positif. Cette affirmation n'est pas certaine et devrait être soupesée plus en profondeur, mais cette démarche se place hors mémoire.

Les sociétés du secteur de l'énergie affichent uniquement des rendements anormaux positifs et statistiquement significatifs à un niveau de confiance de 95% pour la fenêtre d'événement [+3 ; +10]. Cela signifie que l'hypothèse nulle est rejetée pour cette période et que l'impact des hedge funds activistes sur les sociétés du secteur de l'énergie est significativement positif sur l'évolution des cours, après leur prise de participation. Ces considérations ne peuvent être, néanmoins, confirmées pour les autres fenêtres d'événement dont les résultats ne sont pas statistiquement significatifs.

Pour conclure, l'impact des hedge funds activistes dans les différents secteurs de l'échantillon diffère fortement en termes de résultats statistiquement significatifs. Les sociétés du secteur de la santé et de l'industrie affichent les rendements anormaux les plus importants après la prise de participation ; ils sont respectivement de 4 et 16%. Les rendements anormaux des sociétés du secteur de l'énergie augmentent également après la prise de participation, mais de 3%, bien que cette augmentation ne soit vraie que pour la fenêtre [+3 ; +10]. Le seul secteur affichant des performances négatives à la suite d'une prise de participation des actionnaires activistes est celui des matériaux. Ces résultats indiquent que le potentiel de création de valeur recherché par les hedge funds activistes a plus de chance d'être réel dans les secteurs de l'industrie et de la santé en prenant en compte l'échantillon de l'étude empirique rapportée dans l'exposé.

5.1.3 Etude d'événement par hedge fund activiste

Comme les hedge funds activistes se placent au centre de l'étude empirique, il devient souhaitable de se pencher individuellement sur chacun d'eux et de tenter de repérer si l'un ou l'autre hedge fund génère un impact plus puissant sur la performance des sociétés ciblées.

Les huit hedge funds repris dans l'échantillon poursuivent un même but : en investissant dans diverses sociétés cotées, ils tentent de modifier la gestion et le gouvernement d'entreprise afin de générer des améliorations favorables à une augmentation de valeur au profit des actionnaires. Néanmoins, les sociétés dans lesquelles ils investissent montrent des évolutions différentes. C'est pourquoi, il est possible d'observer des rendements anormaux différents par hedge fund.

Les hedge funds, pour lesquels une seule société cotée a été sélectionnée dans l'échantillon de base, ne sont pas repris dans l'étude d'événement suivante. En effet, en vue d'augmenter le degré de fiabilité dans l'interprétation des résultats, il est préférable de regrouper par hedge fund, des résultats provenant d'au moins deux sociétés. Pour cette raison, les hedge funds Jana Partners et Third Point n'apparaissent dans les résultats.

Les périodes d'événement considérées sont identiques à celles des études d'événement précédentes. Le tableau de la page suivante illustre les études d'événement pour chaque hedge fund ainsi que les résultats obtenus. Une fois de plus, il convient de souligner que les résultats diffèrent fortement d'un hedge fund à l'autre.

Cevian Capital est le seul hedge fund pour lequel aucun rendement n'est statistiquement significatif. Cela peut s'expliquer par une dispersion importante des résultats autour de la moyenne des CAR. Néanmoins, les rendements anormaux de la fenêtre d'événement [+3 ; +75] portent une probabilité critique égale à 12,32%. Bien que trop grande pour pouvoir rejeter l'hypothèse nulle, elle est d'une valeur assez faible pour pouvoir affirmer qu'il est fort probable que les sociétés ciblées par Cevian Capital obtiennent des rendements d'environ 12% à moyen terme.

Comme les sociétés ciblées par *Hermes U.K Focus Fund* (Becht et al., 2006), celles touchées par Pershing Square, Starboard Value et Trian Fund Management obtiennent des rendements anormaux négatifs juste avant et pendant la prise de participation. En effet, la performance des sociétés ciblées par Starboard Value et Trian Fund Management décroît d'environ 1% pour la fenêtre d'événement [-2 ; +2]. Ces résultats sont statistiquement significatifs puisque la valeur de leur p-value est inférieure à 5%. Cela prouve que l'annonce de l'événement influence négativement le sentiment des investisseurs, faute, sans doute, d'être informés des stratégies privilégiées par le hedge fund activiste.

Figure 15 : Rendements anormaux cumulés par hedge fund

Fenêtre d'évènement [jours]	N	Moyenne (%)	t-stat	p-value	% positif
<i>Cevian Capital</i>					
CAR [-20; +20]	7	0,58	0,1235	0,9017	57,14
CAR [-10; -3]	7	5,60	1,473	0,1408	57,14
CAR [-2; +2]	7	-2,27	-0,6331	0,5267	28,57
CAR [+3;+10]	7	-1,70	-0,2316	0,8168	57,14
CAR [+3;+75]	7	12,32	1,5415	0,1232	57,14
<i>Elliot Management</i>					
CAR [-20; +20]	4	-2,15	-0,6175	0,5369	25
CAR [-10; -3]	4	2,23	0,8690	0,3849	75
CAR [-2; +2]	4	0,96	0,5250	0,5996	75
CAR [+3;+10]	4	-0,66	-1,5231	0,1277	0
CAR [+3;+75]	4	14,23	5,5818	0,000***	100
<i>Pershing Square</i>					
CAR [-20; +20]	2	6,66	1,0598	0,2892	100
CAR [-10; -3]	2	-4,32	-1,6678	0,0953*	0
CAR [-2; +2]	2	0,87	0,3817	0,7027	50
CAR [+3;+10]	2	2,16	0,9188	0,3582	50
CAR [+3;+75]	2	17,54	1,4203	0,1555	100
<i>Starboard Value</i>					
CAR [-20; +20]	3	8,74	0,7034	0,4818	33,33
CAR [-10; -3]	3	6,22	2,7514	0,0059***	100
CAR [-2; +2]	3	-1,72	-2,3956	0,0166**	0
CAR [+3;+10]	3	1,03	0,3244	0,7456	33,33
CAR [+3;+75]	3	13,62	0,942	0,3462	66,67
<i>Triam Fund Management</i>					
CAR [-20; +20]	2	-1,41	-0,8409	0,4004	50
CAR [-10; -3]	2	0,98	0,9743	0,3299	50
CAR [-2; +2]	2	-1,42	-2,4266	0,0152**	0
CAR [+3;+10]	2	3,57	1,4376	0,1506	100
CAR [+3;+75]	2	-0,15	-0,0546	0,9564	50
<i>ValueAct</i>					
CAR [-20; +20]	4	1,37	0,3585	0,7199	75
CAR [-10; -3]	4	-0,34	-0,0876	0,9302	50
CAR [-2; +2]	4	1,01	0,6413	0,5213	75
CAR [+3;+10]	4	1,72	1,0889	0,2762	75
CAR [+3;+75]	4	-7,09	-1,7246	0,0846*	25

Source : Bloomberg (2016) et Event Study Metrics 1.7.

Par contre, les sociétés ciblées par Pershing Square semblent sous-performer avant l'arrivée du hedge fund en tant qu'actionnaire. Cela confirme encore une fois les conclusions de Goranova et Ryan (2014) et de Sheehan (2014). En effet, les rendements anormaux de ces sociétés, de valeur égale à -4,32% pour la fenêtre [-10 ; -3], sont statistiquement significatifs à 90%.

Une autre constatation intéressante concerne la différence de création de valeur pour les rendements qui sont statistiquement significatifs à moyen terme. D'une part, les sociétés ciblées par Elliot Management affichent des rendements anormaux positifs de 14%, de façon significative puisqu'à un degré de confiance de 99%. L'impact positif de ce hedge fund sur les sociétés qu'il cible est bien notable et permet d'admettre que les marchés anticipent les bénéfices futurs induits par l'action de l'actionnaire activiste. D'autre part, les sociétés ciblées par ValueAct obtiennent des rendements négatifs pour la même période. Leur performance baisse de 7% après la prise de participation et l'hypothèse nulle est rejetée avec un risque de se tromper d'un niveau égal à 10%.

Les autres résultats ne peuvent être qualifiés de statistiquement significatifs puisque leur probabilité critique de valeur trop élevée ne permet pas de rejeter l'hypothèse nulle. L'impact des hedge funds activistes est donc dépendant des réactions du marché ainsi que de la période d'événement correspondante.

De plus, pour découvrir et analyser l'un ou l'autre effet à plus long terme, il aurait fallu étudier les différentes stratégies mises en place comme cela a été le cas dans l'étude du fonds *Hermès U.K Focus Fund*.

5.1.4 Conclusion tirée des résultats obtenus

A la question fondamentale traitant de l'impact sur la performance d'une prise de participation d'au moins 5% par les hedge funds activistes dans des sociétés cotées, il ne nous semble, hélas, pas possible d'apporter une réponse claire et succincte. En effet, celle-ci varie en fonction de différents facteurs parmi ceux considérés.

En guise de base de conclusion générale, certains résultats ont été regroupés afin de permettre d'observer une synthèse claire des enseignements générés par l'étude précédente.

Echantillon de base : à moyen terme, l'hypothèse nulle est rejetée pour la fenêtre d'événement [+3 ; +75]. Les rendements anormaux cumulés proches de 7% sont statistiquement significatifs. Les CAAR sont ainsi différents de zéro après l'entrée des hedge funds activistes. Cette observation rejoint en quelque sorte les conclusions de Becht et al. (2015) pour un horizon un peu plus lointain. Il existe donc réellement un impact positif sur la performance des sociétés ciblées par les hedge funds activistes.

Etats-Unis : avant et après la prise de participation ([-10 ; -3] et [+3 ; +75]), les rendements anormaux cumulés sont positifs, de façon statistiquement significative à un niveau de confiance de 90%. Ils sont respectivement égaux à 4% et 7%. Il existe donc un impact positif sur la performance des sociétés américaines ciblées par les hedge funds activistes.

Europe : aucun rendement anormal ne peut être qualifié de statistiquement significatif ; l'hypothèse nulle n'est donc pas rejetée.

Consommation de base, consommation discrétionnaire et finance : aucun rendement anormal statistiquement significatif n'a été relevé ; l'hypothèse nulle n'est pas rejetée.

Santé et Industrie : les rendements anormaux cumulés sont positifs de façon statistiquement significative à moyen terme. La prise de participation des actionnaires activistes fait croire la performance des sociétés industrielles d'environ 16% alors que la performance des sociétés actives dans les soins de santé augmente seulement de 4%. L'impact positif sur la performance de ces sociétés est donc plus prononcé dans le secteur de l'industrie.

Matériaux et Energie : sont observés des rendements anormaux cumulés, statistiquement significatifs pour la fenêtre d'événement [+ 3 ; +10]. Ces résultats sont dignes d'intérêt notamment grâce à leurs différences. En effet, les sociétés du secteur de l'énergie dégagent des rendements d'environ 3% pour cette période alors que celles du secteur des matériaux obtiennent des rendements négatifs de 20%. Il existe donc un impact sur la performance suite à l'entrée des actionnaires activistes bien que la nature de celui-ci diffère fortement d'un secteur à un autre.

Cevian Capital : aucun rendement anormal n'est statistiquement significatif ; l'hypothèse nulle n'est donc pas rejetée.

Pershing Square, Starboard Value et Trian Fund Management : les rendements anormaux cumulés de ces trois fonds sont statistiquement significatifs, avant et pendant la prise de participation. Les rendements anormaux des sociétés ciblées par Pershing Square sont de - 4,32% pour la fenêtre [-10 ; -3]. La performance des sociétés ciblées par Starboard Value et Trian Fund Management décroît d'environ 1% pour la fenêtre d'événement [-2 ; +2].

Elliot Management et ValueAct : bien que les sociétés ciblées par ces deux fonds affichent des rendements anormaux statistiquement significatifs, les résultats s'opposent. Les sociétés ciblées par Elliot Management affichent des rendements anormaux positifs de 14% à moyen terme alors que celles ciblées par ValueAct obtiennent des rendements négatifs de 7%.

En prenant en compte ces différentes conclusions, nous pouvons affirmer que la prise de participation d'au moins 5% des hedge funds activistes dans des sociétés cotées impacte positivement ou négativement la performance de ces sociétés. Cependant, en fonction de la période de référence et de la variable analysée, la région, le secteur ou le hedge fund lui-même, les résultats diffèrent. Cela permet d'adjoindre une vision des choses complémentaire à celle de la littérature utilisée, étant donnée leur inadéquation à jouer un rôle de copie conforme aux enseignements collectés avant le lancement de l'étude d'événement.

5.2 Limites

L'étude empirique réalisée, certes, permet d'élargir la vision initiale de l'activisme actionnarial. Les études d'événement et leurs résultats ouvrent la voie sur des comparaisons avec le contenu de la littérature consultée et des convergences côtoient des divergences.

Cependant, la généralisation des résultats réclame maintes précautions.

L'objectif de garantir le caractère probant du mémoire impose de repérer des limites d'application en matière d'extrapolation.

En premier lieu, il importe de souligner la forte contrainte liée à la fois au temps disponible limité ainsi qu'à l'enveloppe de taille réduite des moyens disponibles. Même si la rédaction a requis de nombreuses dizaines d'heures d'investissement personnel, elle ne pouvait empiéter outre mesures sur la réalisation d'autres tâches multiples, elles aussi d'importance non négligeable. Par ailleurs, un étudiant non encore rodé à l'exécution de certains exercices

intellectuels, dispose de moyens encore assez limités pour accéder à toutes sortes d'informations. Ce manque d'entraînement constitue un frein à l'élaboration d'une base de résultats aussi complète que celles comprises dans de nombreux ouvrages qualifiés d'une portée scientifique. D'ailleurs, avant de démarrer la réalisation du mémoire, l'état des lieux de mes connaissances sur le sujet concerné affichait un niveau global de base.

Ensuite, l'échantillon servant de base à la détermination des résultats des études d'événement se compose de 24 sociétés, toutes cibles d'hedge funds activistes entre 2010 et 2015. Pour des raisons pratiques évidentes, sa taille a été volontairement choisie restreinte, par rapport à celle des échantillons travaillés dans la plupart des études scientifiques. Par exemple, Becht et al. (2015) ont basé leur étude sur 1740 cas d'activisme actionnarial. Cependant, notre échantillon ne tente pas de représenter toutes les prises de participation d'actionnaires activistes pour cette période. L'objectif poursuivi au fil de la composition du mémoire consistait à tenter de répondre convenablement à la question de recherche et d'analyser certaines tendances de l'activisme actionnarial. En quelque sorte, nous pouvons avancer l'expression « mission accomplie » puisque certains résultats ont été reconnus comme étant statistiquement significatifs.

Une autre limite qu'il a fallu tenter de reculer lors de la rédaction du mémoire est celle imposée par le manque de transparence des hedge funds. Pour décrire l'activisme actionnarial actuel, il convenait d'asseoir l'étude empirique sur les hedge funds activistes, eux-mêmes de plus en plus actifs dans ce domaine précis. Cependant, les hedge funds présentent des caractéristiques de fonctionnement et de comportement très particulières, conduisant à une transparence très limitée. La très grande difficulté d'accès à certaines données, comme, par exemple, la performance des fonds, a fortement influencé le choix de la formulation de la question de recherche finale. A plusieurs reprises, il a fallu l'adapter à la composition surprenante des données accessibles, tant leur ampleur se montrait réduite. C'est la raison pour laquelle nous avons axé l'étude sur les sociétés ciblées par l'activisme actionnarial.

Rappelons-le, tant la précaution est importante, une interprétation acceptable des résultats obtenus réclame de prendre en compte les limites qui viennent d'être énumérées.

Conclusion

L'activisme actionnarial est présent sur les marchés financiers depuis le début du 20^{ème} siècle. Alors que les premiers signes d'activisme actionnarial ont vu le jour aux Etats-Unis, son expansion a progressé dans le monde entier.

Afin de modifier la gestion et le gouvernement d'une entreprise, les différents types d'actionnaires activistes, que ce soient les fonds de « *private equity* », les fonds institutionnels ou les hedge funds, suivent plusieurs étapes dans leur parcours.

Tout d'abord, ils définissent les sociétés à cibler. Bien souvent, il s'agit de sociétés cotées qui sous-performent et qui arborent des conflits d'agence.

Ensuite, ils investissent dans ces sociétés sélectionnées en tant que cibles potentielles et divulguent leurs intentions et leurs résolutions.

Enfin, interviennent des négociations privées et informelles avec les membres du conseil d'administration, qui peuvent être suivies par des actions publiques, comme l'inscription de points à l'ordre du jour ou de batailles de procuration. Le but est de mettre en place de nouvelles stratégies pour maximiser la richesse des actionnaires. Les stratégies principales sont au nombre de quatre : des changements au niveau du conseil d'administration, des changements stratégiques, une modification de l'allocation du capital ou des changements opérationnels.

L'objet de la recherche empirique du mémoire a été centré sur la deuxième étape. Etant donnée l'impossibilité d'étudier tous les engagements actionnariaux sur une période prédéfinie, il a semblé préférable d'étudier les effets d'une prise de participation dans 24 sociétés cotées ayant été la cible par des hedge funds activistes entre 2010 et 2015.

Les différentes études d'événement menées sur l'échantillon, en considérant uniquement soit la région, soit le secteur, soit encore le hedge fund activiste, ont permis de répondre à la question de recherche et de résoudre la problématique de base associée à la question :

« *Quel est l'impact sur la performance d'une prise de participation d'au moins 5% par les hedge funds activistes dans des sociétés cotées ?* »

Les résultats obtenus ont servi de base à l'élaboration d'affirmations en réponse à cette problématique de départ et permettent de conclure sur le degré d'impact de la prise de participation des hedge funds activistes. Ils soutiennent la thèse concernant l'influence d'une prise de participation : elle peut soit être positive, soit être négative, en ce qui concerne l'évolution de la performance des sociétés cotées.

Globalement, l'impact sur la performance d'une prise de participation d'au moins 5% par les hedge funds activistes dans les sociétés cotées est reconnu comme étant positif. En effet, cet événement fait augmenter le cours de l'action, en moyenne, de 7% à moyen terme.

L'étude d'événement comparant les régions débouche sur la même conclusion pour les sociétés ciblées aux Etats-Unis. Par contre, aucun impact d'une prise de participation dans les sociétés européennes ne peut être confirmé. Cela pourrait signifier qu'il existe, vraisemblablement, un potentiel plus important de création de valeur dans les sociétés américaines que dans les sociétés européennes visées par les hedge funds activistes.

L'étude d'événement comparant les secteurs indique que l'impact de la prise de participation diffère fortement entre les différents secteurs. La prise de participation des hedge funds activistes fait augmenter, à moyen terme, la performance des sociétés du secteur de l'industrie et de la santé. Cela est également vrai pour les sociétés du secteur de l'énergie, mais sur un horizon un peu plus proche. Cela suppose, donc, que les investisseurs de ces secteurs voient l'entrée des hedge funds activistes comme bénéfique en faveur de la valeur de ces sociétés à plus long terme.

Par contre, l'impact est négatif, à court terme, pour les sociétés appartenant au secteur des matériaux. Les sociétés des secteurs de la consommation de base, de la consommation discrétionnaire et de la finance n'affichent quant à elles, ni d'amélioration, ni de diminution marquante de leur performance.

L'étude d'événement comparant les hedge funds de l'échantillon prouve que la prise de participation du hedge fund Elliot Management a un impact positif sur la performance des sociétés ciblées à moyen terme. Par contre, l'action des autres hedge funds dont ValueAct, Pershing Square, Starboard Value et Triun Fund Management semble influencer négativement la performance des sociétés ciblées. Aucun impact d'une prise de participation ne peut être conclu pour Cevian Capital. Ces différences de résultats laissent supposer que les marchés réagissent

différemment en fonction des stratégies que les hedge funds activistes veulent implanter, pour autant que ces dernières soient mises à jour au moment voulu.

A l'image de nombreuses études scientifiques traitant du même sujet, nos résultats montrent que la prise de participation des hedge funds activistes influence la performance des sociétés ciblées mais seulement dans certains cas.

Les résultats obtenus incitent à envisager de nouvelles recherches futures. En effet, il semble intéressant d'étudier, à plus long terme et sur base d'un échantillon de taille plus grande, l'impact d'une prise de participation des hedge funds activistes dans les différents secteurs ciblés. Cela pourrait également conduire à une comparaison générale au sein de l'ensemble de tous les hedge funds activistes.

Le mémoire a donc le mérite, semble-t-il, de soutenir l'idée que l'impact de l'activisme actionnarial peut attirer de façon justifiée, d'autres études dignes d'intérêt et susceptibles d'améliorer la connaissance de l'activisme actionnarial et de son influence sur l'évolution de la performance.



Bibliographie

Activist Insight. (2016). *Activist Investing – An annual review of trends in shareholder activism. Activist insight in association with Schulte Roth & Zabel.*

Albouy, M. (2002). L'actionnaire comme apporteur de ressources financières. *Revue française de gestion*, 141(5), 17-35.

Andresen, T., Magnusson, N., & Webb, A. (2016). *Hunt or be hunted is new face of European shareholder activism.* En ligne sur le site web de Bloomberg : <http://www.bloomberg.com/news/articles/2016-01-29/hunt-or-be-hunted-is-new-face-of-european-shareholder-activism>, consulté le 29 janvier 2016.

Bascle, G. (2014). *Advanced Strategic Management.* Document non publié, Université Catholique de Louvain, Louvain-la-Neuve.

Bebchuk, L., Brav, A., & Jiang, W. (2015). The long-term effects of hedge fund activism. *Columbia Law Review*, 115(5), 1085-1155.

Becht, M., Franks, J., Grant, J., & Wagner, H. (2015). The returns to hedge fund activism: an international study. *European Corporate Governance Institute, ECGI Working Paper Series in Finance*, 402.

Becht, M., Franks, J., & Grant, J. (2010). Hedge fund activism. *European Corporate Governance Institute, ECGI Working Paper Series in Finance*, 283.

Becht, M., Franks, J., Mayer, C., & Rossi, S. (2006). Returns to Shareholder Activism: Evidence from a Clinical Study of the Hermes U.K. Focus Fund. *European Corporate Governance Institute, ECGI Working Paper Series in Finance*, 138.

Block, S. (2011). Is shareholder activism effective in influencing corporation action?. *Corporate Finance Review*, 16(3), 5-11.

Boatright, J. (2008). Shareholder model of corporate governance. In R. Kolb (Ed.), *Encyclopedia of business ethics and society* (pp. 1908-1913). Thousand Oaks, CA: SAGE Publications, Inc.

Bodson, L., Grandin, P., Hübner, G., & Lambert, M. (2010). *Performance de portefeuille* (2^e éd.). France : Pearson Education.

Brav, A., Jiang W., Partnoy F., & Thomas, R. (2008). Hedge fund activism, corporate governance, and firm performance. *The Journal of Finance*, 63, 1729–1775.

Clifford, C. (2008). Value creation or destruction? Hedge funds as shareholder activists. *Journal of Corporate Finance*, 14, 323–336.

Cziraki P., Renneboog, L., & Szilagyi, P.G. (2010). Shareholder activism through proxy proposals : the European perspective. *European Financial Management*, 16(5), 738-777.

De Cordt, Y. (2007). Vers une démocratie des actionnaires. *Workplace Democracy Workshop Working Paper Series*, 2. En ligne :

<http://www.uclouvain.be/cps/ucl/doc/etes/documents/WDW002.pdf>, consulté le 5 janvier 2016.

Del Guercia, D., Seery, L., & Woitdtke, T. (2008). Do boards pay attention when institutional investor activists “just vote no”? *Journal of Financial Economics*, 90, 84-103.

Dotsenko, O., & Filatotchev, I. (2015). Shareholder activism in the UK: types of activists, forms of activism, and their impact on a target’s performance. *Journal of Management & Governance*, 19(1), 5-24.

Elmquist, S. (2016). *Acao yields to Elliot with manufacturing boost to boardroom*. En ligne sur le site web de Bloomberg : <http://www.bloomberg.com/news/articles/2016-02-01/alcoa-in-pact-with-elliott-management-names-three-to-board>, consulté le 20 avril 2016.

English, P., McNeil, C., & Smythe, T. (2013). When does CalPERS’ activism add value? *J Econ Finan*, 39, 641-660.

Gantchev, N. (2012). The costs of shareholder activism: Evidence from a sequential decision model. *Journal of Financial Economics*, 107, 610-631.

Gates, S., & Girard, C. (2011). *The professionalization of shareholder activism in France*. Conference Board of Canada. New York: The Conference Board, Inc.

- Geneva Partners. (2013). *Investisseurs activistes*. En ligne: <http://www.geneva-partners.com/fr/investisseurs-activistes>, consulté le 8 mars 2016.
- Gillian, S.L., & Starks, L.T. (1998). A survey of shareholder activism: Motivation and empirical evidence. *Contemporary Finance Digest*, 2(3), 10-34.
- Ginglinger, E. (2002). L'actionnaire comme contrôleur. *Revue française de gestion*, 141(5), 37-55.
- Girard, C. (2005). Les actionnaires minoritaires. *Revue française de gestion*, 141(5), 183-202.
- Girard, C., & Le Maux, J. (2007). De l'activisme à l'engagement actionnarial. *Revue française de gouvernance d'entreprise*, 1, 113-132.
- Goranova, M., & Ryan, L. V. (2014). Shareholder activism: A multidisciplinary review. *Journal of Management*, 40(5), 1230-1268.
- Hartmann, M.D. (2014). *Shareholder activism: Benefits and drawbacks*. Frankfurt: Ed. Peter Lang GmbH.
- Heath, J. (2009). The uses and abuses of agency theory. *Business Ethics Quarterly*, 19(4), 497-528.
- Jinks, B. (2015). *ConAgra targeted by activist Jana after Ralcorp merger*. En ligne sur le site web Bloomberg: <http://www.bloomberg.com/news/articles/2015-06-18/conagra-targeted-by-activist-jana-after-troubled-ralcorp-merger>, consulté le 20 avril 2016.
- J.P. Morgan's M&A Team. (2014). Knocking on the door – Shareholder Activism in Europe. *J.P.Morgan*. En ligne: <https://www.jpmorgan.com/jpmpdf/1320656894344.pdf>, consulté le 23 février 2016.
- J.P.Morgan. (2015). The activist revolution – Understanding and navigating a new world of heightened investor scrutiny. *J.P.Morgan*. En ligne : <https://www.jpmorgan.com/jpmpdf/1320693986586.pdf>, consulté le 23 février 2016.

Judge, W.Q., Gaur, A., & Muller-Kahle, M.I. (2010). Antecedents of shareholder activism in target firms: evidence from a multi-country study. *Corporate Governance: An international Review*, 18(4), 258-273.

Klein, A., & Zur, E. (2009). Entrepreneurial shareholder activism : Hedge funds and other private investors. *Journal of Finance*, 64, 187-229.

Larcier. (2015). *Les Codes essentiels Larcier – Commerce, économique et financier 2015-2016*. Bruxelles : Larcier (8^e Edition).

Le Maux, J. (2004). Recherches récentes en finance - L'activisme : une protection active des actionnaires minoritaires. *Publication de la Sorbonne - Centre de recherche en finance et en gestion bancaire (CREFIB)*. Disponible dans Google Book, consulté le 1^{er} février 2016.

Le petit Larousse illustré en couleurs. (2007). Paris: Larousse.

Lynn, D., & Pinedo, A. (2015). Frequently asked questions about shareholder proposals and proxy access. *Morrison & Foerster LLP*. En ligne: <http://media.mofo.com/files/Uploads/Images/Frequently-Asked-Questions-about-Shareholder-Proposals-and-Proxy-Access.pdf>, consulté le 2 avril 2016.

Maug, E. (1998). Large shareholders as monitors: Is there a trade-off between liquidity and control ?. *The Journal of Finance*, 53(1), 65-98.

Marens, R. (2003). Evolution du gouvernement des entreprises : l'émergence de l'activisme actionnarial au milieu du XX^e siècle. *Finance Contrôle Stratégie*, 6(4), 97-131.

McCahery, J., & Vermeulen E. (2008). Private equity and hedge fund activism: Explaining the differences in regulatory responses. *European Business Organisation Law Review*, 9, 535-578.

Mietzner, M., & Schweizer, D. (2011). Hedge funds versus private equity funds as shareholder activists en Germany – differences in value creation. *J Econ Finan*, 38, 181 -208.

Norli, Ø., Ostergaard, C., & Schindele, I. (2015). Liquidity and shareholder activism. *The Review of Financial Studies*, 28(2), 486-520.

Patton, L. (2016). *Starboard CEO laves Darden afters shaking up Olive Garden*. En ligne sur le site web de Bloomberg: <http://www.bloomberg.com/news/articles/2016-04-05/starboard-ceo-leaves-darden-board-after-shaking-up-olive-garden>, consulté le 28 avril 2016.

Ponssard, J.-P. (2000). La montée en puissance des fonds d'investissement étrangers et impact sur la gestion des entreprises industrielles. *Rapport de la Commission permanente de concertation pour l'industrie*, 131-154.

PWC. (March 2015). Shareholder activism: Who, what, when and how? *PricewaterhouseCoopers LLP*. En ligne: <https://www.pwc.com/us/en/corporate-governance/publications/assets/pwc-shareholder-activism-full-report.pdf>, consulté le 10 novembre 2015.

Ridley, M. (2004). *How to invest in hedge funds – An investment professional's guide*. London : Kogan Page.

Rupp, L. (2015). *Cabela's shares soar after activist Elliot takes 11% stake*. En ligne sur le site web de Bloomberg: <http://www.bloomberg.com/news/articles/2015-10-28/cabela-s-soars-after-activist-elliott-associates-takes-11-stake>, consulté le 20 avril 2016.

Sahut, J.M., & Othami Gharbi, H. (2010). Activisme des investisseurs institutionnels: Cadre général et facteurs d'influence. *La Revue des Sciences de Gestion*, 3(243-244), 25-33.

Sheehan, B. (2014). Trends in shareholder activism. *Governance Directions*, 66(9), 578-581.

The Economist – Print Edition. (2015). Capitalism's unlikely heroes: Why activist investors are good for public company?. *The Economist*, 414 (8924), 17-20. En ligne: <http://www.economist.com/printedition/2015-02-07>, consulté le 20 février 2015.

The Economist – Print Edition. (2004). Active Funds : Profit huggers. *The Economist*, 3rd April 2004. En ligne: <http://www.economist.com/node/2559078/print>, consulté le 20 février 2015.

The Economist – Print Edition (2014). Shareholder activism: Corporate upgraders. *The Economist*, 15th April 2014. En ligne: <http://www.economist.com/node/21596518/print>, consulté le 1^{er} mars 2015.

Turner, N. (2015). *Sysco adds Peltz to board after his firm Trian buys stake*. En ligne sur le site web Bloomberg: <http://www.bloomberg.com/news/articles/2015-08-20/sysco-board-adds-trian-partners-after-activist-firm-buys-stake>, consulté le 20 avril 2016.

Van Buren, H. (2008). Shareholder activism. In R. Kolb (Ed.), *Encyclopedia of business ethics and society* (pp. 1903-1908). Thousand Oaks, CA: SAGE Publications, Inc.

Annexes

ANNEXE 1 : Sociétés composantes de l'échantillon traité

Société ciblée	Actionnaire activiste	Secteur	Pays
ConAgra Foods	Jana Partners	Consommation de base	USA
Sysco	Triam Fund Management	Consommation de base	USA
Cabela's	Elliot Management	Consommation discrétionnaire	USA
21th Century Fox	ValueAct	Consommation discrétionnaire	USA
Darden Restaurants	Starboard Value	Consommation discrétionnaire	USA
Hess	Elliot Management	Energie	USA
Baker Hughes	ValueAct	Energie	USA
RSA Insurance	Cevian Capital	Finance	Grande-Bretagne
American Capital	Elliot Management	Finance	USA
CBRE	Value Act	Finance	USA
ABB	Cevian Capital	Industrie	Suisse
Volvo	Cevian Capital	Industrie	Suède
Wolseley	Cevian Capital	Industrie	Suisse
Panalpina	Cevian Capital	Industrie	Suisse
Vesuvius	Cevian Capital	Industrie	Grande-Bretagne
Canadian Pacific Railway	Pershing Square	Industrie	Canada
Rolls-Royce	ValueAct	Industrie	Grande-Bretagne
Insperty	Starboard Value	Industrie	USA
The Brink's Company	Starboard Value	Industrie	USA
Pentair	Triam Fund Management	Industrie	Grande-Bretagne
Platform Specialty Products	Cevian Capital	Matériaux	USA
Alcoa	Elliot Management	Matériaux	USA
Valeant Pharmaceuticals	Pershing Square	Santé	USA
Baxter	Third Point	Santé	USA

ANNEXE 2 : Tickers des sociétés de l'échantillon

Ticker	Nom
CAG US Equity	CONAGRA FOODS INC
SYU US Equity	SYSCO CORP
CAB US Equity	CABELA'S INC
FOX US Equity	TWENTY-FIRST CENTURY FOX - B
DRI US Equity	DARDEN RESTAURANTS INC
HES US Equity	HESS CORP
BHI US Equity	BAKER HUGHES INC
RSA LN Equity	RSA INSURANCE GROUP PLC
ACAS US Equity	AMERICAN CAPITAL LTD
CBG US Equity	CBRE GROUP INC - A
ABBN VX Equity	ABB LTD-REG
VOLVA SS Equity	VOLVO AB-A SHS
WOS LN Equity	WOLSELEY PLC
PWTN SW Equity	PANALPINA WELTTRANSPORT -REG
VSUS LN Equity	VESUVIUS PLC
CP CN Equity	CANADIAN PACIFIC RAILWAY LTD
RR/ LN Equity	ROLLS-ROYCE HOLDINGS PLC
NSP US Equity	INSPERITY INC
BCO US Equity	BRINK'S CO/THE
PNR US Equity	PENTAIR PLC
PAH US Equity	PLATFORM SPECIALTY PRODUCTS
AA US Equity	ALCOA INC
VRX CN Equity	VALEANT PHARMACEUTICALS INTE
BAX US Equity	BAXTER INTERNATIONAL INC

ANNEXE 3 : Tickers des indices de marché utilisés

Ticker	Nom
<i>Indice Européen</i>	
MXEU0FN Index	MSCI EUR/FINANCE
MXEU0IN Index	MSCI EUR/INDUSTR
SXXP Index	STXE 600 € Pr
<i>Indice Américain (USA)</i>	
MXUS0CS Index	MSCI USA/CON STPL
MXUS0EN Index	MSCI USA/ENERGY
MXUS0FN Index	MSCI USA/FINANCE
MXUS0HC Index	MSCI USA/HLTH CARE
MXUS0MT Index	MSCI USA/MATERIAL
MXUS0CD Index	MSCI USA/CONS DIS
MXUS0IN Index	MSCI USA/INDUSTR
SPX Index	S&P 500 INDEX