

# Les Echos

Le Quotidien de l'Economie

Les Echos Mardi 20 novembre 2012

## FINANCE & MARCHÉS

+ 23,21%

EN HAUSSE

SAS

La compagnie aérienne scandinave a conclu avec les syndicats un accord de réduction des coûts qui prévoit des baisses de salaires et des suppressions de postes.

- 14,24%

EN BAISSÉ

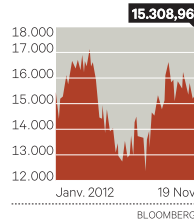
FUGRO

Le groupe néerlandais, à qui la français CGG Veritas vient de racheter sa division Géosciences pour 1,2 milliard d'euros, a prévenu qu'il ne tiendrait pas son objectif de bénéfice net.

### MILAN À LA FÊTE

La Bourse de Milan a clôturé en forte hausse de 3,05%, rendue optimiste par la perspective d'un accord sur le budget aux Etats-Unis. L'indice vedette de la Bourse de Milan, le FTSE MIB, a nettement accéléré en fin de séance à l'instar des autres places européennes et clôturé à 15.308,96 points. Parmi les plus fortes hausses figurent Mediasset (+ 5,32%), Autogrill (+ 4,37%) et Finmeccanica (+ 4,85%).

L'indice FTSE MIB en points



indices

## CAC 40 : le grand retour des actionnaires « activistes »

- Après Safran avec TCI, Danone a vu arriver le fonds Trian Partners dans son capital.
- La France n'est pas le terrain de chasse préféré des activistes, qui repartent souvent bredouilles.

### ACTIONS

Laurence Boisseau  
lboisseau@lesechos.fr

Deux actionnaires activistes qui débarquent en moins d'un mois dans des groupes du CAC 40, cela s'est rarement vu. Mi-octobre, le fonds britannique The Children's Investment Fund Management (TCI) a pris environ 3% du capital de la société Safran. Début novembre, Trian Partners, le fonds de l'activiste Nelson Peltz, a notifié à Franck Riboud l'acquisition de près de 1% de Danone. L'Américain a l'habitude de prendre des parts dans des groupes alimentaires, comme Heinz, Kraft et Cadbury. Mais c'est la première fois qu'il fait irruption dans une société cotée française.

Selon des sources outre-Atlantique, il voudrait même continuer à grimper au capital.

Pourtant, la France n'est pas le terrain de chasse préféré des activistes. Ces investisseurs qui prennent une petite part du capital, font beaucoup de bruit pour faire évoluer la stratégie du groupe en question, et espèrent voir ainsi grimper le cours de Bourse. Il y a bien eu Eric Knight, dès décembre 2004 dans Suez, puis plus tard dans Carrefour. Ou encore Guy Wyser Pratt chez Lagardère. Mais ceux-ci ont beaucoup vociféré pour pas grand-chose. Eric Knight a beau s'être enorgueilli d'avoir fait évoluer la stratégie de Suez en réclamant, à partir de décembre 2004, la séparation des pôles énergie et environnement, il n'avait rien inventé. Depuis la fin 2003, les analystes ne cessent de démontrer l'intérêt

d'une scission. Même constat chez Carrefour, où Knight a exigé un fauteuil au conseil d'administration pour obtenir le départ de Lars Olofsson. Une demande qui s'inscrivait aussi dans l'air du temps. Quant à Guy Wyser Pratt, il n'a obtenu aucun siège au conseil de surveillance de Lagardère et n'a pas réussi à faire évoluer les statuts de la société en commandite. David Einhorn, président du hedge fund Greenlight Capital, n'a pas eu plus de succès lorsqu'il entra en 2008 dans le capital de Natixis en réclamant la cession des participations dans les Caisses d'Epargne et dans les Banques Populaires.

Des méthodes maladroites  
« Leur méthode est souvent maladroite, note Pierre-Henri Leroy, président de Proxinvest. Ils peuvent tenir

des propos très agressifs et se posent très vite en ennemis des dirigeants d'entreprise. A l'inverse, ces derniers sont souvent peu ouverts aux propositions des actionnaires et ne reconnaissent que les rapports de force », commente-t-il. « Les activistes hostiles sont en général assez peu efficaces », conclut-il.

De fait, Nelson Peltz chez Danone ne remet pas fondamentalement en cause la stratégie de Franck Riboud. Son fonds ne critique pas l'action de la direction générale — elle y est même saluée. Ce qu'il veut, en revanche, c'est une plus forte réduction des coûts, une approche plus équilibrée entre croissance du chiffre d'affaires et résultat net et la fin des acquisitions dilutives pour les actionnaires.

Cette approche serait-elle le signe d'un tournant vers un mode de com-

munication moins agressif ? Peut-être. En tout cas, « les actionnaires qui sont le plus efficaces sont ceux qui font preuve de discrétion, qui instaurent un dialogue en amont avec les entreprises », continue Pierre-Henri Leroy. Blackrock l'a bien compris. Le numéro mondial de la gestion envoie une lettre aux entreprises dans lesquelles il détient une participation significative pour échanger sur différents sujets. « Dans le passé, ce genre de lettre était adressée aux relations investisseurs. Maintenant, c'est le conseil d'administration qui est de plus en plus souvent destinataire », commente Louis Barbier, responsable France pour Sodali, cabinet de conseil en gouvernance. Les entreprises les plus efficaces à désamorcer les situations de conflit sont, note John Wilcox, président de Sodali. ■

### Ils ont dit



« L'objet de ce courrier est de vous faire part de notre insatisfaction quant à la politique de Safran en matière de déploiement de ses capitaux. »

CHRISTOPHER HOHN  
fondateur de TCI



« La direction a globalement bien dirigé Danone. Il devrait être possible d'améliorer les résultats et les revenus pour les actionnaires. »

NELSON PELTZ  
Cofondateur de Trian Partners

## En apparence bon marché, la Bourse de Paris n'est pas sous-valorisée

Le CAC 40 est valorisé 1,1 fois ses fonds propres et 10 fois ses bénéfices. C'est peu, mais les estimations de résultat pourraient encore être dégradées.

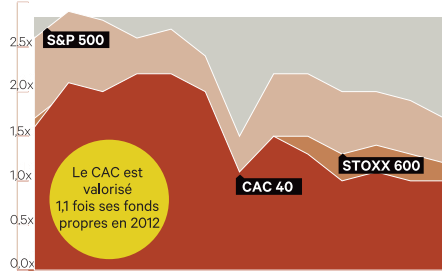
L'arrivée d'investisseurs activistes invite à se poser la question : les entreprises françaises sont-elles aujourd'hui plus vulnérables à de telles interruptions ? Autrement dit, le CAC 40 est-il sous-valorisé ? Certes, près de la moitié des groupes de l'indice phare valent moins que leurs fonds propres — ils n'étaient qu'un tiers en 2007. Par ailleurs, l'indice français se paie 10 fois les résultats nets par action estimés pour 2013, et affiche ainsi une décote de 12% sur sa moyenne historique. Pourtant, il est difficile de parler

de sous-valorisation de la Bourse de Paris. D'abord parce que, de manière générale, la France ne semble pas inspirer aux investisseurs une défiance particulière. « Il n'y a pas de décote liée à la signature française », assure Pierre Sabatier, chez PrimeView.

Ensuite, comparer les prix relatifs des indices est toujours un exercice délicat car le poids des secteurs est très différent. Si aux Etats-Unis, le S&P 500 se paie 2 fois son actif net 2012, contre 1,1 fois pour le CAC 40, il comprend beaucoup de valeurs technologiques mieux valorisées que les financières, qui pèsent beaucoup dans l'indice français. « Le marché américain se paie cher par rapport à la forte pression déflationniste et au soutien budgétaire et monétaire dont le pays a bénéficié. Les

### Des fonds propres moins bien valorisés

Cours sur actif net



« Il n'y a pas de décote liée à la signature française. »

PIERRE SABATIER  
chez PrimeView.

anticipations des analystes sont trop agressives ; les investisseurs n'en ont pas encore pris pleinement conscience », note Pierre Sabatier, convaincu que le marché américain va baisser.

Enfin, les spécialistes s'attendent à des révisions à la baisse des prévisions de bénéfices, qui rendraient la sous-valorisation apparente des valeurs françaises beaucoup moins

manifeste. « Il y a, en fait, une différence de perception entre les investisseurs et les analystes financiers, souligne Pierre Sabatier. Les premiers sont plus circonspects que les seconds devant la capacité des entreprises à générer autant de richesse que dans le passé. Or, la France frôle la récession et subit de lourdes pressions déflationnistes. Et, historiquement, pendant ces périodes, on a pu constater que les marchés actions sous-performaient les autres classes d'actifs et que les analystes financiers se trompaient fortement. On a relevé des écarts de 30 à 40% entre leurs estimations de résultats et les bénéfices réalisés par les entreprises l'année d'après. Il faut donc s'attendre à de nouvelles révisions en baisse des profits. Et ce, pour le vingt-quatrième mois d'affilée. » — L. BOI.

## ING obtient des délais de Bruxelles mais écope de nouvelles contraintes

### BANQUE

La Commission européenne a reporté les dates butoir du plan de restructuration d'ING pour lui donner un peu d'oxygène.

Didier Burg  
— Correspondant à Amsterdam

Du temps et rien d'autre, c'est finalement tout ce qu'ING a obtenu après avoir battu en brèche la cure d'amaigrissement que lui impose la Commission européenne depuis 2009 pour avoir perçu 10 milliards d'euros d'aides publiques. De fait, les autorités bruxelloises ont, « pour tenir

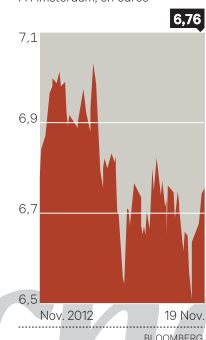
compte des difficultés actuelles du marché », reporté les dates butoir des grandes étapes du plan de restructuration déjà sur le métier.

Un calendrier à la précision « suisse »

Ne remettant en cause aucune des mesures contraignantes initialement prévues et allant même jusqu'à en alourdir certaines, les gardiens de la concurrence européens donnent simplement un ballon d'oxygène au bancassureur. Le remboursement de la totalité des 4,5 milliards d'euros encore dus à l'Etat néerlandais est repoussé à mai 2015. L'opération se décomposera en quatre tranches dont la première, de 1,12 milliard d'euros, interviendra le 26 novembre. Quant au programme de cessions

### ING en Bourse

A Amsterdam, en euros



de l'ensemble des activités d'assurance, la Commission accepte de l'étaler dans le temps — jusqu'à 2018 pour certaines opérations — mais en assortissant d'un calendrier à la précision « suisse ». Ainsi un quart du pôle d'assurances américain devra être sorti du groupe financier en 2013, la moitié en 2014 et le tout en 2016. ING a engagé les premières démarches pour introduire ces filiales en Bourse. Au global, le groupe estime que les coûts des opérations de cession jusqu'à présent engagées (ING Direct USA, Canada et Royaume-Uni, filiales d'assurances sud-américaines et asiatiques) ont atteint 500 millions d'euros.

Enfin, ING voit son interdiction de mener des acquisitions et celle de se lancer dans une concurrence tarifaire prolongée jusqu'en 2015. ■

## en bref

### Affaire UBS : nouvelle mise en examen

FRAUDE FISCALE — Un ex-directeur général de la filiale française d'UBS, Patrick de Fayet, vient d'être mis en examen pour « complicité de démarchage illicite » dans l'enquête sur des soupçons de fraude fiscale de la banque suisse. Il s'agit de la troisième mise en examen dans cette information judiciaire ouverte en avril à Paris sur les pratiques de la banque soupçonnée d'avoir démarché illégalement des clients en France et d'avoir mis en place une double comptabilité pour masquer des mouvements de capitaux avec la Suisse.

## 20

banques partenaires de l'Etat français pour placer sa dette

La liste des vingt Spécialistes en Valeurs du Trésor (SVT), ces banques qui aident l'Etat français à placer sa dette en s'engageant notamment à en acheter, a été renouvelée pour trois ans. Parmi les établissements sélectionnés figurent toujours quatre Français (BNP Paribas, Crédit Agricole, Natixis et Société Générale). Malgré la restructuration de ses activités, UBS reste SVT.