

Proposition de mémoire de Master

Nom : B.R.M. Swaen

Numéro d'étudiant : 741667

Sujet : L'activisme actionnarial des *hedge funds* aux Pays-Bas

Etat actuel de la littérature

L'activisme des actionnaires est un sujet important aux Pays-Bas. Un actionnaire activiste est un investisseur qui achète une part importante d'une société publique, avec l'intention d'apporter un certain nombre de changements et de réaliser un profit sur investissement (Pound, 1992). Il y a de nombreux types d'activistes actionnaires, mais pour ce mémoire, nous allons nous concentrer sur les hedge funds.

Il n'existe pas de définition généralement acceptée pour les hedge funds, mais ils sont identifiés par quatre caractéristiques : ce sont des objets d'investissement mis en commun et organisés par le secteur privé ; ils sont dirigés par des gestionnaires d'investissement professionnels avec une rémunération basée sur la performance ; ils ne sont pas largement accessibles au public ; et ils opèrent en dehors des exigences en matière de réglementation et d'enregistrement des titres (Partnoy et Thomas, 2006).

Il existe de nombreux exemples d'activisme actionnarial couverts par les médias. Quelques exemples en sont :

Orbis Fund Management, un important actionnaire d'Océ, a ouvertement contesté l'OPA (l'offre publique d'achat) de Canon d'Océ. Il a déclaré que l'OPA était beaucoup trop faible et sous-évaluait les actions de la société néerlandaise (Financial Times, 2010).

Royal Dutch Shell a fusionné ses atouts britanniques et hollandais en 2004, mettant ainsi fin à une structure de plus d'un siècle, sous la pression de son investisseur activiste Knight Vinke.

Stork et Ahold sont tous deux sous la pression des fonds spéculatifs Centauris Capital et Paulsen & Co. Ils ont menacé les entreprises avec la possibilité d'une future rupture si certaines actions stratégiques n'étaient pas mises en place.

L'ASMI était une cible du gestionnaire de fonds Mellon HBV en 2006. Mellon HBV voulait pousser à une scission de la entreprise (Reuters, 2007).

Il y a déjà beaucoup de recherches sur les fonds spéculatifs et l'activisme actionnarial. Le plus souvent, la recherche vise à examiner la rentabilité à court terme de l'activisme actionnarial. De nombreux articles concluent qu'il y a un rendement positif important lorsque l'activisme actionnarial est implanté (Klein et Zur, 2009, Brav et al., 2008). Alors que les effets à court terme sont intéressants, Witteloostuijn (2007) soutient que nous ne savons toujours pas grand-chose des effets à long terme de l'activisme actionnarial des hedge funds. Quand il mentionne cela, il fait une comparaison avec le capital-investissement (private equity).

Quand on parle de private equity comme alternative pour les hedge funds, on parle de buy-outs. Ces buy-outs sont des transactions de sorte que les entreprises publiques deviennent privées, souvent avec l'utilisation intensive de la dette.

Le capital-investissement est souvent comparé à une sorte de hedge fund. Mais le capital-investissement diffère des hedge funds sur un certain nombre de points. Le capital-investissement a souvent beaucoup plus de temps d'investissement que les hedge funds. Les hedge funds visent souvent à une création de valeur à court terme. De plus, les hedge funds ne prennent qu'un faible intérêt dans la société alors que le capital-investissement prend en charge l'ensemble de l'entreprise et s'engage pour la société à moyen et long terme (Eijffinger et Koedijk 2007).

Witteloostuijn (2007) a fait la comparaison avec le capital-investissement et s'intéresse à la différence de performance sur le long terme entre les deux types d'actionnaires activistes. Dans un article de Thomson et Pedersen (2000), on étudie l'influence de la gouvernance d'entreprises différentes sur la performance des 435 plus grandes entreprises européennes entre 1990 et 1995. Ils constatent qu'il existe une relation entre la part de marché de l'actionnaire dominant et la performance économique de l'entreprise. La relation semble être en forme de cloche. La performance de l'entreprise connaît d'abord une augmentation, puis une diminution en fonction de la part de propriété du plus grand propriétaire.

Si nous comparons cela avec les fonds de capital-investissement et les hedge funds, la part de propriété des hedge funds devrait alors être «trop faible» et la part de propriété des fonds de private equity devrait être «trop élevée». C'est un premier pas dans l'examen de la performance à long terme de l'activisme actionnarial.

Une deuxième étape pourrait être de regarder le type de fonds dont traitent le capital-investissement et les hedge funds. Il pourrait y avoir des circonstances spécifiques où le capital-investissement fonctionnera mieux que les hedge funds et vice versa. Dans une étude de Simerly et Li (2000), ils étudient les implications de performance de l'alignement entre dynamisme environnemental et structure de capital. Avec le dynamisme environnemental, ils mettent en exergue le degré et l'instabilité des changements dans un environnement concurrentiel d'entreprise (Child, 1972, Dess et Beard, 1984). Quand une entreprise est dans un environnement très dynamique, le poids de la dette est souvent contre-productif. Une dette plus élevée est un fardeau qui conduit à une plus grande aversion au risque et cela constituera une raison pour réduire les investissements dans la R & D, qui sont d'une grande importance dans un marché concurrentiel dynamique.

Si nous comparons les fonds de capital-investissement et les hedge funds, il est vrai que les fonds de capital-investissement ont une influence négative sur la performance d'une entreprise si elle est dans un environnement dynamique. Il faut donc s'attendre à ce que les entreprises dans un environnement d'affaires dynamique obtiennent de meilleurs résultats par les hedge funds qu'avec le capital-investissement.

Ces deux étapes sont utiles dans la réflexion sur la performance à long terme de l'actionnaire activiste. Toutefois, lorsque nous comparons le capital-investissement avec l'activisme des hedge funds, un nouveau problème survient. Il est extrêmement difficile de mesurer la performance du capital-investissement, et donc de comparer les profits entre capitaux propres publics et privés (Boot et Cools, 2007). La raison la plus centrale est que le capital-investissement est illiquide et que les bénéfices des participations individuelles ne sont souvent pas visibles.

Pour que ce mémoire ne soit pas trop complexe, je m'attacherai seulement à l'étude de l'activisme des hedge funds et du capital-investissement. Dans ce mémoire, j'examinerai l'activisme des hedge funds de la dernière décennie aux Pays-Bas, et essayerai d'examiner la performance à long terme de l'activisme des fonds spéculatifs.

Question de recherche

Quelle est la performance à long terme de l'activisme des hedge funds aux Pays-Bas, et pourquoi certaines entreprises font mieux que les autres ?

Plan de recherche

Comme indiqué ci-dessus, l'examen de la performance à long terme de l'activisme actionnarial est très difficile. Donc, avant de commencer avec cette analyse, je vais d'abord regarder l'ampleur du militantisme aux Pays-Bas. Depuis la dernière décennie, je veux recueillir toutes les données sur les entreprises publiques aux Pays-Bas qui sont ou qui faisaient face à l'activisme des actionnaires des hedge funds.

En faisant une étude de cas, je serai en mesure d'avoir un bon aperçu des réussites et des échecs sur la dernière décennie. A partir de là, j'essaierai d'établir une théorie qui peut expliquer sur le long terme la performance de l'activisme des hedge funds. Il s'agit d'une tâche difficile, et je vais utiliser les théories financière et organisationnelle.

Ressources

- Datastream
- AFM
- <http://www.hedgefundresearch.com/>
- <http://www.hedgefund.net/>
- LexisNexis
- <http://www.hedgerelations.com/research.html>

Sources

Becht, M., J. Franks, C. Mayer & S. Rossi (2009), "Returns to Shareholder Activism, Evidence from a Clinical Study of the Hermes U.K. Focus Fund", *Review of Financial Studies*, 22 (8), 3093- 129.

Boot, A.W.A. & K. Cools (2007), "Chapter 2 Private equity en activistische aandeelhouders: Bestuur onder vuur", in *Private Equity en Aandeelhoudersactivisme*, Koninklijke Vereniging voor de Staathuishoudkunde Preadviezen 2007, Eijffinger, S & C. Koedijk, Amsterdam, 15- 56.

Brav, A., W. Jiang., F. Partnoy & R. Thomas (2008), "Hedge Fund Activism, Corporate Governance, and Firm Performance", *The Journal of Finance*, 63 (4), 1729-75.

Child, J. (1972), "Organization structure, environment, and performance: The role of strategic choice", *Sociology*, 6, 1–22.

Dess, G. G. & D. W. Beard (1984), "Dimensions of organizational task environments", *Administrative Science Quarterly*, 29, 52–73

Eijffinger, S & C. Koedijk (2007), *Private Equity en Aandeelhoudersactivisme*, Koninklijke Vereniging voor de Staathuishoudkunde Preadviezen 2007, Amsterdam.

Financial Times (2010), "Canon bid 'significantly undervalues' Océ", Harding, R. & M. Steen, <http://www.ft.com/cms/s/0/9e520efc-d413-11de-990c-00144feabdc0.html?SID=google>

Jong, A., G.M.H. Mertens & P.G.J. Roosenboom (2004), "Shareholders voting at general meetings: Evidence from the Netherlands", Erasmus University Working paper.

Klein, A. & E. Zur (2009), "Entrepreneurial Shareholder Activism: Hedge Funds and Other Private Investors", *The Journal of Finance*, 64 (2), 187-229.

Partnoy, F. & R. Thomas (2006), "Gap-Filling, hedge Funds, and Financial Innovation", University of San Diego and Vanderbilt University Working paper, Brookins Institution Press.

Pound, J. (1992), "Raiders, targets and politics: The history and future of American corporate control", *Journal of Applied Corporate Finance*, 5 (3), 6-18.

Reuters (2007), "FACTBOX-Cases of Dutch shareholder activism", <http://www.reuters.com/article/idUSL1925791120070920>.

Simmerly, R.L. & M. Li (2000), "Environmental Dynamism, Capital Structure and Performance: A theoretical Integration and an Empirical Test", *Strategic Management Journal*, 21, 31-49.

Thomson, S. & T. Pedersen (2000), "Ownership structure and Economic Performance in the Largest European Companies", *Strategic Management Journal*, 21 (6), 689-705.

Witteloostuijn, A. (2007), "Chapter 5 Aandeelhoudersonrust: Een organistatietheoretische analyse", in *Private Equity en Aandeelhoudersactivisme*, Koninklijke Vereniging voor de Staathuishoudkunde Preadviezen 2007, Eijffinger, S & C. Koedijk, Amsterdam, 147-68.