

Les prises de contrôle par les actionnaires contestataires : le cas André*

Michel ALBOUY

Université de Grenoble 2, Grenoble EM

Alain SCHATT

Université de Franche-Comté

Classification JEL : G34

Correspondance :

Michel Albouy

École Supérieure des Affaires, Université de Grenoble 2

38040 Grenoble Cedex 9

E-mail : Michel.Albouy@esa.upmf-grenoble.fr

Résumé : Le groupe André a fait l'objet d'un mouvement de contestation, initié au début de l'année 2000 par deux actionnaires anglo-saxons pour obtenir des postes d'administrateurs. Cette opération, inédite en France, a permis aux contestataires d'obtenir un nombre suffisant de sièges pour procéder au remplacement des dirigeants. Si l'impact de cette opération sur la valeur du Groupe André est légèrement positif à court terme, les performances opérationnelles et boursières augmentent significativement à long terme. Par ailleurs, la rentabilité de cette opération diffère sensiblement pour les deux actionnaires contestataires.

Mots clés : conseil d'administration – bataille de procurations – bloc de contrôle – création de valeur.

Abstract : Group André, a French corporation, was the target of a proxy fight which started in early 2000 and was initiated by two Anglo-Saxon shareholders searching to take over control of the board of directors. This operation, so far quite unusual in France, enabled the dissident shareholders to replace the top managers. The impact of this operation on Group André's firm value is shown to be slightly positive in the short run, whereas operating and stock-price performance significantly increase in the long run. In addition, this operation leads to considerably different returns when looking at each one of the two dissident shareholders separately.

Key words : board of directors – proxy fight – block of control – value creation.

* Les auteurs remercient les participants du congrès sur le gouvernement des entreprises de Mons, ainsi que les deux rapporteurs anonymes de la revue pour leurs diverses suggestions, qui ont permis d'enrichir substantiellement ce travail. Bien évidemment, les auteurs restent seuls responsables des erreurs qui subsistent.

La protection des intérêts des actionnaires minoritaires est au centre des questions de gouvernement d'entreprise (Shleifer et Vishny, 1997) et, en particulier, dans des pays de droit codifié (*civil law*) tels que la France, considérés comme protégeant peu les intérêts des investisseurs en comparaison des pays de droit coutumier (*common law*) tels que les États-Unis (La Porta et al., 2000). Pour les entreprises françaises cotées en bourse, caractérisées par une concentration de l'actionnariat (Faccio et Lang, 2002), certains mécanismes de discipline censés protéger les intérêts des actionnaires minoritaires s'avèrent moins opérants. Parmi ceux-ci, nous pouvons citer les offres publiques d'achat ou d'échange hostiles, qui bouleversent complètement la géographie du capital des sociétés, ainsi que les batailles de procurations (*proxy contests*). Lors de ces dernières opérations, des actionnaires contestataires sollicitent les droits de vote des autres actionnaires afin de forcer les dirigeants à tenir compte de leurs attentes lors de l'assemblée générale des actionnaires.

Pound (1988) a évoqué les principales difficultés liées à ces batailles de procurations. Outre le problème de la concentration des actions entre les mains des dirigeants et de leurs alliés, cet auteur a mis en évidence trois principales raisons pour expliquer le faible attrait de ce mécanisme de discipline pour des investisseurs insatisfaits.

Premièrement, les règles juridiques favorisent généralement les dirigeants en matière de sollicitation des votes des actionnaires. Les actionnaires contestataires éprouvent de réelles difficultés pour obtenir les procurations des autres actionnaires et ils sont obligés de supporter personnellement les coûts d'une telle bataille, alors que les dirigeants utilisent les ressources de l'entreprise pour arriver à leurs fins.

Deuxièmement, il existe une forte incertitude sur le vote des autres actionnaires. Certains d'entre eux peuvent se comporter en « passager clandestin », d'autres peuvent être tentés de voter en faveur des dirigeants, notamment lorsqu'ils sont en relation d'affaires avec l'entreprise. Le comportement stratégique de tels actionnaires a été étudié par Loderer et Zraggen (1999) dans le cas de la bataille de procurations de la banque suisse UBS.

Troisièmement, dans un contexte d'asymétrie d'information, rien ne prouve que les autres actionnaires vont adhérer au projet des actionnaires contestataires, dont la qualité est inconnue. Pour signaler l'intérêt de leur projet, ces derniers doivent acheter une fraction élevée des actions de l'entreprise. Un tel comportement a une réelle inci-

dence sur le résultat de la bataille. Non seulement les actionnaires contestataires disposent alors personnellement d'un nombre plus élevé d'actions lors de l'assemblée générale, mais en plus, ils vont s'attirer les faveurs des autres actionnaires, convaincus de la qualité du projet. Ce signal est crédible, puisqu'il est coûteux pour les contestataires, obligés d'investir des sommes élevées pour acquérir les actions de la cible.

Dans cet article, nous étudions la bataille de procurations engagée au début de l'année 2000 par des actionnaires minoritaires anglo-saxons pour l'obtention de postes d'administrateurs au sein du Groupe André. Cette opération insolite en France a permis aux actionnaires contestataires d'obtenir un nombre suffisant de sièges au conseil d'administration pour procéder au remplacement des principaux dirigeants.

Cotée au Premier Marché de la bourse de Paris, cette entreprise est un des *leaders* européens de la distribution de chaussures et d'habillement, avec un réseau de plus de 2 000 points de vente et une quinzaine d'enseignes (La Halle aux Chaussures, La Halle aux Vêtements, Orcade, Minelli, Chaussures André, etc.). Son chiffre d'affaires excède 1,5 milliard d'euros et elle emploie plus de 11 000 collaborateurs. Un actionnaire de contrôle, détenant environ 25 % des droits de vote, présidait le conseil d'administration jusqu'au mois de mars 2000, assisté par des administrateurs affiliés.

Après avoir mis en évidence les difficultés rencontrées par les actionnaires contestataires pour obtenir les sièges souhaités au conseil d'administration, nous nous attachons à étudier l'impact de cette bataille sur la valeur et sur la performance opérationnelle du groupe André, à court terme et à long terme. Par ailleurs, nous étudions spécifiquement l'impact de cette opération sur la richesse des deux actionnaires contestataires.

Ce papier est structuré de la façon suivante. Dans une première section, nous présentons le cadre institutionnel et les différents protagonistes. La seconde section décrit les différents événements de cette bataille ayant conduit au remplacement des dirigeants. La troisième section se focalise sur les aspects financiers de ce mouvement de contestation. Nous synthétisons nos résultats et concluons dans une dernière section.

1. Le cadre institutionnel et les protagonistes

1.1. Le cadre institutionnel

En France, comme dans la majorité des pays de l'OCDE, les questions relatives au gouvernement des entreprises ont donné lieu à de nombreux débats et propositions au cours des dix dernières années (Charreaux, 1997). Les deux rapports Viénot (1995 et 1999) traduisent les principales évolutions souhaitables en matière de gouvernance des entreprises françaises, ayant trait notamment à la composition du conseil d'administration (indépendance des administrateurs, etc.) ou de la transparence de la gestion (informations sur la rémunération des dirigeants, etc.).

Si de nombreux mécanismes permettent de protéger les intérêts des actionnaires, il est communément admis en France que le conseil d'administration joue un rôle majeur pour veiller aux intérêts des investisseurs (Labelle et Raffournier, 2000). Cette approche du gouvernement des entreprises, semblable à l'approche anglo-saxonne, est notamment fondée sur les résultats de nombreux travaux académiques ayant cherché à démontrer que la composition du conseil d'administration est un déterminant important de la création de valeur et de la performance des entreprises. En particulier, dans une optique disciplinaire, un conseil composé d'un nombre limité d'administrateurs, de préférence indépendants (non affiliés aux dirigeants) et présidé par une personne différente du directeur général de l'entreprise, est supposé préférable du point de vue des actionnaires minoritaires (Jensen, 1993 ; Charreaux, 2000 ; Godard et Schatt, 2000).

En pratique, la composition du conseil d'administration est étroitement liée à la structure de propriété des entreprises (Charreaux et Pitol-Belin, 1990). La concentration de celle-ci est une des principales spécificités des entreprises françaises, comparativement à la structure de propriété des entreprises cotées en bourse aux États-Unis ou au Royaume-Uni (La Porta et *al.*, 1999). Dans une étude récente sur l'actionnariat des entreprises d'Europe de l'Ouest, Faccio et Lang (2002) trouvent pour les 607 entreprises françaises de leur échantil-

lon, que 64,82 % sont contrôlées par des familles et que seulement 14 % d'entre elles disposent d'un actionnariat dispersé¹.

Ces résultats sont conformes à ceux trouvés par Broye et Schatt (2003). Dans leur étude de la sous-évaluation de 402 entreprises introduites en bourse entre 1986 et 2000, ces auteurs trouvent que l'actionnariat reste très concentré après de telles opérations. Le principal actionnaire détient encore 48,83 % des actions en moyenne (la médiane étant égale à 50,64 %) et le second actionnaire, souvent membre de la même famille ou co-fondateur de l'entreprise, détient 14,02 % des actions (la médiane étant égale à 12,13 %).

Ainsi, dans le cas français, les problèmes de gouvernement d'entreprise semblent résider principalement dans l'existence de conflits d'intérêts entre détenteurs de blocs de contrôle et actionnaires minoritaires et non entre actionnaires et dirigeants comme aux États-Unis (Shleifer et Vishny, 1997). Lorsque les actionnaires minoritaires sont insatisfaits des choix de la direction, leur principale option consiste à céder leurs actions, puisqu'il est très difficile de défendre leurs intérêts sans l'accord du ou des actionnaires de référence, qui siègent au conseil d'administration. Le cas André illustre parfaitement ce problème².

1.2. *Les protagonistes*

En début d'année 2000, les dirigeants du Groupe André ont refusé à un actionnaire minoritaire, détenant pourtant plus de 5 % des actions de l'entreprise, de figurer sur la liste des administrateurs proposée au vote de la future assemblée générale. Ce refus a été la cause de la première bataille de procurations en France initiée par des actionnaires contestataires anglo-saxons, ayant pour objectif le remplacement des dirigeants et des membres du conseil d'administration.

¹ La concentration de l'actionnariat est encore plus importante lorsque les sociétés financières sont négligées. Par ailleurs, le poids considérable des familles dans l'actionnariat des entreprises françaises cotées en bourse se retrouve également dans le pourcentage de capitalisation boursière détenue.

² Notre étude de cas s'inspire de deux travaux similaires publiés sur le thème des batailles de procurations : celui de Van Nuys (1993), qui étudie la bataille de l'entreprise Honeywell aux États-Unis, et celui de Loderer et Zraggen (1999), qui analysent la bataille pour le contrôle de la banque UBS en Suisse.

1.2.1. Les dirigeants de la société

Le Groupe André a opté pour une séparation des fonctions de direction générale et de contrôle en 1996, en adoptant la forme juridique du conseil de surveillance avec directoire, dont le fonctionnement a été défini dans la loi sur les sociétés commerciales de juillet 1966.

Dans cette structure, qui reste peu fréquente en France (Godard et Schatt, 2003), le directoire est en charge des questions de gestion de la société alors que le conseil de surveillance contrôle le directoire. Le Groupe André est donc pourvu de deux responsables : Monsieur Jean-Claude Sarazin, qui préside le directoire, et Monsieur Jean-Louis Descours (désormais JLD), qui préside le conseil de surveillance. Ce dernier, dirigeant du Groupe André de 1978 à 1996, est également le principal actionnaire de la société avec environ un quart des droits de vote. Au début de l'année 2000, JLD détient directement 10,1 % des actions et indirectement 13,2 % des actions, via la société Lille Royale (JLD détient 53 % des actions de cette dernière société, créée en septembre 1999). Compte tenu de sa position, JLD veille notamment à ce que le directoire prenne des décisions conformes à ses intérêts et à favoriser la présence d'administrateurs affiliés. Parmi ces administrateurs, on trouve notamment Monsieur Gustave Leven, qui contrôle la société Unijet, un ami de JLD en possession de 5,2 % du capital du groupe André.

1.2.2. Les actionnaires contestataires

Le mouvement de contestation a débuté fin janvier 2000, avec la demande faite par le financier franco-américain Guy Wyser-Pratte (désormais GWP) d'obtenir deux sièges au conseil d'administration de l'entreprise. Ce dirigeant d'un fonds d'investissement, qui détient alors plus de 5 % du capital, estime que le groupe André pourrait créer plus de valeur, en exploitant mieux les commerces de centre-ville qui représentent environ 30 % du chiffre d'affaires du groupe. Malgré le poids de cet actionnaire dans le capital du groupe André, les dirigeants publient une liste de quatre candidats au conseil de surveillance qui ne prend pas en compte la demande de GWP (*Les Échos*, 1^{er} février 2000).

Début février, le Conseil des Marchés Financiers annonce que le fonds d'investissement NR Atticus, présidé par Nathaniel de Rothschild (désormais NDR), a accru significativement sa participation

dans le capital de cette entreprise, en franchissant le seuil de 20 % du capital. Bien qu'aucune relation ne soit connue entre GWP et NDR, ce dernier annonce qu'il a l'intention de demander, lors de l'assemblée générale du 29 février, l'éviction de la plupart des administrateurs et du président du directoire du Groupe André. Les dirigeants d'Atticus se proposent d'ailleurs de rencontrer d'autres actionnaires afin de les convaincre du bien-fondé de leur position.

Ainsi, un mois avant la date prévue de l'assemblée générale des actionnaires, ces deux investisseurs anglo-saxons possédaient une part du capital quasiment équivalente à celle détenue par JLD et ses alliés.

2. Le processus de contestation

Le mouvement de contestation a été un succès, puisque les principaux responsables du Groupe André ont été remplacés lors de l'assemblée générale des actionnaires du 5 avril. Le nouveau conseil de surveillance comprend 11 personnes et reflète la composition du capital au moment de l'assemblée. Les contestataires disposent de cinq sièges : Atticus a quatre représentants et GWP est également élu. Outre les trois représentants des actionnaires historiques (dont JLD), il y a un membre représentant Unijet et deux membres indépendants. Enfin, un nouveau président du directoire est nommé.

L'analyse des événements, retracés dans l'annexe 1, montre que le succès de cette bataille de procurations s'explique par les diverses activités d'influence organisées par les actionnaires contestataires (Girard, 2001). Trois types d'activités spécifiques ont été menées en parallèle par les actionnaires contestataires : une activité financière de ramassage d'actions en bourse, une activité de communication et une activité juridique.

2.1. Le ramassage d'actions en bourse

Au moment du refus de la demande faite par GWP d'entrer au conseil de surveillance du Groupe André, fin janvier 2000, cet actionnaire possédait plus de 5 % des actions de l'entreprise et Atticus en détenait 10 %. Pourtant, lors de l'assemblée générale du 5 avril, les deux actionnaires contestataires disposaient d'un bloc de 42 % des droits de vote contre environ 30 % pour les dirigeants et actionnaires

affiliés. Cette évolution des rapports de force s'explique par le rachat de nombreuses actions en bourse par Atticus (cf. annexe 2), qui a d'ailleurs décidé de stopper ses achats sous le seuil d'un tiers du capital, faute de quoi la loi l'obligeait à lancer une offre publique d'achat sur l'ensemble des actions du groupe.

Ce ramassage d'actions en bourse s'est avéré nécessaire parce que les dirigeants et administrateurs du groupe André détenaient une fraction élevée d'actions. Aux États-Unis, de telles pratiques ne s'avèrent pas indispensables en raison d'une plus forte dilution de l'actionariat. En effet, plusieurs études mettent en évidence que la fraction d'actions possédées par les protagonistes des batailles de procurations – les actionnaires contestataires et les dirigeants (et administrateurs) – est globalement relativement faible. Par exemple, lors de la bataille de procurations de Honeywell, qui s'est déroulée en 1989, Van Nuys (1993) trouve que les actionnaires contestataires ne détenaient que 4,4 % des actions au moment de l'opération contre 0,3 % pour les dirigeants : le public détenait plus de 95 % des actions. Par ailleurs, pour la période 1979-1994, Mulherin et Poulsen (1998) montrent que la fraction médiane d'actions détenues par les actionnaires contestataires est égale à 9,1 % pour les 270 batailles de leur échantillon. Pourtant, dans plus de la moitié des cas, ces actionnaires atteignent leurs objectifs. Ce résultat est confirmé par Ikenberry et Lakonishok (1993). Pour les 93 batailles étudiées, entre 1968 et 1987, ces auteurs trouvent que les dirigeants (et administrateurs) détiennent en moyenne 8,94 % des actions (la médiane est égale à 4,61 %) contre 13,58 % pour les actionnaires contestataires (la médiane est égale à 10,62 %).

Le ramassage en bourse par Atticus a influencé significativement le résultat de la bataille pour deux raisons. D'une part, les actionnaires contestataires disposaient de plus d'actions que les dirigeants lors du vote, d'autre part, ces achats ont permis à Atticus de signaler la qualité de son projet (Pound, 1988) et, par conséquent, de s'attirer les faveurs des autres actionnaires. Ces achats constituent un signal crédible, puisqu'il est coûteux pour les contestataires, obligés d'investir des sommes élevées pour détenir une fraction élevée du capital de la cible.

Puisque la proposition de révocation des membres du conseil de surveillance a été adoptée par 54,95 % des votants (*Le Monde*, 7 avril 2000), il apparaît que des actionnaires minoritaires détenant environ

12 % des actions ont été sensibles aux arguments développés par les actionnaires contestataires. Outre la signalisation de la qualité du projet liée aux achats d'actions en bourse, les autres actionnaires minoritaires se sont ralliés à la cause des actionnaires contestataires suite aux divers communiqués publiés par ces derniers.

2.2. La communication destinée aux autres actionnaires

Comme dans la plupart des cas de contestation, la médiatisation du conflit opposant les deux actionnaires anglo-saxons aux dirigeants a permis d'exercer une pression plus forte sur les dirigeants et de former une coalition dissidente réunissant un grand nombre de votes (Girard, 2001).

Dans le cas André, GWP a mis en place une campagne de publicité d'une semaine dans la presse suisse et luxembourgeoise alors que le fonds Atticus a opté pour la publication d'encarts dans les journaux (Girard, 2001, p. 137). Concrètement, Atticus a sollicité des droits de vote dans un premier communiqué adressé à tous les actionnaires et salariés du Groupe André (*Les Échos*, 22 février 2000) : « *Groupe André a besoin d'un renouveau que seule pourra impulser l'arrivée de nouveaux membres au Conseil de surveillance* ». Ce communiqué, présentant les quatre candidats d'Atticus, précisait : « *Nous vous encourageons à assister à l'assemblée générale du 29 février, à voter en faveur des résolutions présentées par NR Atticus n°18, 19, 20 et 21, et à NE PAS renvoyer les procurations à la direction actuelle* ».

Par ailleurs, dans un autre communiqué (*Les Échos*, 25 février 2002), Atticus demandait à nouveau aux autres actionnaires de voter en faveur de leur projet et critiquait ouvertement certaines décisions de la direction : « *Pourquoi la direction du Groupe André a-t-elle pris seule l'initiative d'aller devant les tribunaux pour tenter de reporter l'assemblée générale annuelle ? Pourquoi la direction a-t-elle fait volte-face quant à la cession des actions d'autocontrôle ? Pourquoi la direction (-) a-t-elle annoncé l'acquisition de San Marina si peu de temps avant l'Assemblée générale et sans en révéler le prix d'achat* ». En conclusion, les contestataires invitaient « *tous les actionnaires à contacter la direction de Groupe André au (n° de téléphone :xxx) afin de demander le rétablissement de l'Assemblée générale au 20 février 2000* ».

2.3. L'activité juridique

2.3.1. Le report de la date d'assemblée générale

En plus des activités financières et de communication, Atticus a engagé des ressources dans l'activité juridique, puisqu'il s'est retrouvé à plusieurs reprises devant les tribunaux français. Atticus a d'abord contesté la demande faite par les dirigeants, au Tribunal de Commerce de Paris (TCP), de reporter la date de l'assemblée générale. En acceptant le 25 février un report de l'assemblée au 5 avril, le TCP a offert quelques semaines de répit à la direction ; un délai fort utile pour préparer la défense et notamment pour céder les actions d'autocontrôle à un actionnaire affilié.

2.3.2. La cession d'actions d'autocontrôle

Atticus a également demandé aux tribunaux d'interdire la cession des actions d'autocontrôle jusqu'à la date de l'assemblée générale³. Dans le cas André, le principal risque pour les actionnaires contestataires de la détention de 8 % d'actions d'autocontrôle résidait dans la cession privée de ce bloc d'actions à des actionnaires affiliés aux dirigeants. Une telle cession, autorisée par la loi, entraînait inévitablement une évolution des rapports de force en faveur des dirigeants et de leurs alliés, alors en possession d'environ 40 % des droits de vote.

Le 1^{er} mars, le TCP a autorisé les dirigeants du Groupe André à céder ces actions, parce que « *Atticus ne prouve pas que les cessions d'actions seraient de nature à créer un dommage à la société* ». Cependant, sur une requête d'Atticus, la Cour d'Appel de Paris a décidé le même jour de maintenir sous séquestre les actions par mesure conservatoire, mais il ne s'agissait pas d'une décision définitive sur la possibilité de céder les actions (*Les Échos*, 2 mars 2000). Celle-ci est intervenue dans un arrêt du 15 mars de la Cour d'Appel dans lequel les dirigeants ont été autorisés à céder les actions. Cependant, pour

³ Il faut préciser qu'en France la pratique de détention de leurs propres actions par les entreprises s'est développée suite aux modifications réglementaires de juillet 1998. Poincelot et Schatt (1999) ont constaté qu'en pratique les entreprises françaises justifient les programmes de rachat d'actions par un objectif de régularisation des cours. Pendant la période de détention de leurs propres actions, aucun droit de vote n'est attaché à ces actions.

des raisons inconnues, ces actions n'ont pas été cédées par les dirigeants avant l'assemblée générale du 5 avril.

2.3.3. *L'action de concert*

Les dirigeants du Groupe André ont alors demandé à la COB d'enquêter sur les mouvements de titres de l'entreprise afin de démontrer une action de concert entre GWP et Atticus qui avait stoppé ses achats d'actions sous le seuil de 33 % du capital. Si l'existence d'une collusion entre deux actionnaires contestataires était démontrée, le coût de l'opération risquait d'augmenter significativement pour les actionnaires contestataires car ils auraient été obligés de lancer une offre publique sur l'ensemble des actions du Groupe André. La COB a conclu qu'elle ne pouvait démontrer une telle action et estimait que chacun des deux investisseurs anglo-saxons était supposé agir seul. Bien évidemment, cette conclusion de l'autorité de marché a favorisé les actionnaires anglo-saxons.

3. Les aspects financiers de la bataille de procurations

Si les actionnaires contestataires ont atteint leur objectif, à savoir obtenir suffisamment de sièges au conseil de surveillance pour remplacer les dirigeants du groupe André, sans être obligés d'acquérir la majorité des actions, il nous paraît essentiel d'évaluer l'impact financier de cette bataille de procurations. En effet, cette prise de pouvoir était liée à un changement de management et de stratégie. Plus précisément, nous étudions les conséquences de cette opération sur la valeur et sur la performance opérationnelle du Groupe André. Dans quelle mesure le changement de direction a-t-il porté ses fruits et quelle a été la rentabilité de cette opération pour les actionnaires contestataires ?

3.1. *L'impact de la bataille sur la valeur du groupe André à court terme*

Aux États-Unis, divers travaux ont montré que les entreprises cibles de telles batailles sont généralement peu performantes (De Angelo, 1988 ; Mukherjee et Varela, 1993 ; Ikenberry et Lakonishok,

1993). Par ailleurs, il apparaît que les dirigeants sont remplacés, soit immédiatement après la contestation, soit lors d'une offre publique initiée peu de temps après cette opération. Par exemple, Mulherin et Poulsen (1998) trouvent, sur un échantillon de 270 contestations initiées aux États-Unis entre 1979 et 1994, un remplacement des dirigeants dans 61 % des cas, dans les mois suivant l'opération, sachant qu'il y a eu une tentative de prise de contrôle suite à la contestation dans 43 % des cas.

Ces résultats permettent d'expliquer pourquoi le marché financier réagit globalement positivement à l'annonce de telles batailles (Dodd et Warner, 1983 ; De Angelo et De Angelo, 1989 ; Ikenberry et Lakonishok, 1993 ; Mulherin et Poulsen, 1998)⁴. La pression exercée par des actionnaires contestataires incite les dirigeants à créer de la valeur, en procédant aux restructurations nécessaires ou en redéfinissant leur stratégie. Mukherjee et Varela (1993) montrent, par exemple, que la performance comptable des cibles est plus faible que celle d'entreprises comparables au cours des trois années précédant l'opération. Lorsque la contestation est un succès, la performance des cibles s'améliore significativement après la contestation, mais elle reste faible lorsque l'opération est un échec.

En nous inspirant de ces travaux, nous vérifions si la bataille de procurations au sein du Groupe André a été appréciée positivement par le marché financier. Pour cela, nous avons calculé les rentabilités anormales à l'aide de deux modèles⁵. Avec le premier modèle, la rentabilité anormale correspond à la différence entre la rentabilité journalière du Groupe André et celle du marché (assimilé au CAC 40). Avec le second modèle, nous avons soustrait de la rentabilité du Groupe André une rentabilité « normale », calculée à l'aide du modèle de marché. Les paramètres de ce modèle ont été estimés sur plusieurs périodes, afin de tenir compte du problème de stabilité du coefficient bêta. Pour les quatre périodes d'estimation de 4, 5, 6 et 7 ans (sur des

⁴ En fait, si la valeur des entreprises tend à augmenter légèrement au cours de la période de contestation, il apparaît que la hausse globale se décompose généralement en une forte hausse, suivie d'une baisse non négligeable pendant la période de contestation. Mulherin et Poulsen (1998, p. 280) notent : « *These results are puzzling and suggest that proxy contests do not perform the function proposed in the theory of the firm. The initial appreciation and subsequent reversal in stock returns also raise disconcerting questions of market inefficiency and investor overreaction* ».

⁵ Nous retenons deux modèles pour vérifier si les résultats ne sont pas sensibles à la méthode employée.

rentabilités bihebdomadaires), se terminant toutes à la fin de l'année 1999, nous trouvons respectivement des coefficients bêta de 0,557, 0,609, 0,605 et 0,546. Puisque le bêta apparaît relativement stable et proche de 0,6 et que le coefficient alpha est quasiment nul pour les différentes périodes, la rentabilité normale est égale à 0,6 multiplié par la rentabilité du marché. Nous retenons le 4 février 2000 comme date de début de la bataille de procurations, date d'annonce par Atticus du franchissement du seuil de 20 % du capital et de sa volonté de procéder au remplacement des principaux dirigeants. Nous considérons que cette bataille prend fin le 4 avril 2000, sachant que l'assemblée générale s'est déroulée le 5 avril (l'autorité de marché avait décidé de suspendre la cotation pour cette journée).

Tableau 1 – *Les rentabilités anormales cumulées (RAC) du Groupe André*

Dates	Modèle 1	Modèle 2
Du 4/2/2000 au 4/4/2000	4,72 %	5,39 %
Du 4/2/2000 au 29/2/2000	17,50 %	17,84 %
Du 1/3/2000 au 4/4/2000	-12,78 %	-12,45 %

Note : Les RAC du modèle 1 correspondent à la différence entre les rentabilités journalières du Groupe André et celles du marché (CAC40). Les RAC du modèle 2 correspondent à la différence entre les rentabilités journalières du Groupe André et les rentabilités normales estimées à l'aide du modèle de marché (la rentabilité normale est égal à la rentabilité du marché multipliée par un bêta de 0,6).

Les résultats fournis dans le tableau 1 montrent que les RAC sont positives au cours de la période d'étude, de 4,72 % et de 5,39 % avec les deux modèles. Ces résultats sont comparables à ceux obtenus dans les études réalisées aux États-Unis. Par exemple, Dodd et Warner (1983) trouvent des RAC de 8,2 % sur un échantillon de 96 *proxy contests* entre 1962 et 1978. Par ailleurs, De Angelo et De Angelo (1989) obtiennent des RAC de 6,02 % sur un échantillon de 60 *proxy contests* entre 1978 et 1985. Ces diverses études ont montré que ces effets positifs se décomposent en un effet positif suivi d'un effet négatif. En distinguant deux sous-périodes, nous trouvons qu'un tel phénomène existe également en France.

En effet, pendant la première sous période, allant du 4 février jusqu'au 29 février, les RAC sont très élevées (17,50 % et 17,84 %). Cette hausse s'explique par les rachats d'actions supplémentaires sur

le marché par Atticus, afin de détenir un maximum de droits de vote lors de l'assemblée générale du groupe André. Pour racheter ces actions, Atticus a été obligé de payer une prime pour déloger certains actionnaires minoritaires. Ainsi, le cours qui se situait à environ 165 euros au début des hostilités a progressé jusqu'à 208,7 euros le 22 février, soit une hausse de plus de 25 % en moins d'un mois.

Puis, au cours de la seconde sous période, allant du 1^{er} mars à la date de l'assemblée générale, les RAC sont négatives de plus de 12 % (avec les deux modèles). Cette situation peut s'expliquer de la façon suivante. Alors qu'Atticus a arrêté ses achats fin février, afin de ne pas franchir le seuil de 33 % et de ne pas être obligé de déclencher une offre publique, le Tribunal de Commerce a décidé le 1^{er} mars que les dirigeants du groupe André pouvaient céder librement les actions d'autocontrôle. Cette décision, confirmée le 15 mars par la Cour d'Appel, a pu être perçue par le marché financier comme une mauvaise nouvelle pour les contestataires, puisqu'elle affectait négativement la probabilité de succès de la contestation. Ainsi, le cours a baissé fortement, pour atteindre 175 euros à la veille de l'assemblée générale. Ainsi, il est possible que des aspects réglementaires (obligation de déclencher une offre publique en cas du franchissement du seuil de 33 % du capital) et judiciaires (acceptation par les tribunaux de la décision de cession du bloc d'autocontrôle par les dirigeants) aient limité l'augmentation de valeur de l'entreprise.

Cela étant, d'autres explications sont envisageables pour expliquer cette évolution contrastée des cours. La première a trait au comportement des investisseurs et à l'efficacité du marché financier. Dans une optique comportementale, il est possible que les investisseurs « sur-réagissent » dans un premier temps à l'annonce de certaines nouvelles avant de réviser à la baisse leurs anticipations (Mulherin et Poulsen, 1998). Une seconde explication a trait à l'existence de bénéfices privés. Il est possible qu'Atticus ait accepté de payer un prix plus élevé, parce qu'il anticipait des gains privés en tant que détenteur de bloc de contrôle (et futur dirigeant). En revanche, lorsqu'Atticus a cessé d'acquérir des actions pour ne pas franchir le seuil d'un tiers du capital, les actionnaires minoritaires ont échangé les actions à un prix significativement plus faible, parce qu'ils ne pouvaient prétendre à des bénéfices privés.

Quelle que soit l'explication de cette évolution contrastée du cours de l'action, nous constatons que l'annonce de la bataille de procurations a eu un impact global positif sur la valeur de l'entreprise.

3.2. Du Groupe André à Vivarte : trois ans après la bataille de procurations

Trois ans après la réussite du *putsch* lancé par les deux financiers anglo-saxons qui contestaient la gestion du Groupe André, il est intéressant de voir comment la situation financière du Groupe a évolué. Les résultats escomptés du changement de direction – aussi bien en termes de croissance que de rentabilité – ont-ils été au rendez-vous ? Naturellement cette rétrospective portant sur un cas isolé, bien qu'emblématique pour la place de Paris, ne peut constituer une démonstration de l'intérêt des batailles de procurations pour les actionnaires minoritaires. Néanmoins, ce coup de projecteur est de nature à éclairer le débat autour de ce type d'opérations considérées comme « étrangères » au capitalisme français.

Au moment de la prise de pouvoir par les actionnaires contestataires en avril 2000, il était question, selon les initiateurs de « *relancer un peu le rêve* », que « *beaucoup pouvait être fait pour améliorer les résultats* », que « *la société ne dégageait pas une profitabilité conforme aux normes du marché* », tout en lui reprochant « *une gestion opaque, assurée dans l'intérêt de ses dirigeants* ». Pour un des administrateurs indépendants, la société avait « *besoin de se redéployer* » et de revoir son portefeuille d'activités, notamment en centre-ville (*La Tribune*, 6 avril 2000).

Le 21 novembre 2001, le Groupe André, désireux de tourner le dos à une partie de son passé, annonçait son changement de nom pour devenir Vivarte. Plus qu'un *lifting*, cette modification se voulait emblématique de changements profonds. « *C'est une société qui a vécu tellement d'aléas, de soubresauts, tout un passé qu'il était temps de mettre de côté* », expliquait le nouveau Président du Directoire (*Le Monde*, 22 novembre 2001). Dans son message aux actionnaires, le Président du Conseil de Surveillance, écrivait au terme de l'exercice 2001-2002 : « *À l'issue de la deuxième année de son plan de redressement, les résultats obtenus par la nouvelle équipe sont de nouveau conformes aux objectifs qu'elle s'était fixés. Les fonctions centrales réorganisées et assainies du Groupe ont permis de faire pleinement*

profiter l'ensemble de nos marques et enseignes des savoir-faire spécifiques de la distribution spécialisée et de l'équipement de la personne. Le Groupe a continué d'améliorer la gestion de toutes ses sociétés, en poursuivant sur la voie du redressement pour les sociétés en perte, et en améliorant la rentabilité des sociétés profitables ».

Afin de vérifier le redressement du Groupe André devenu Vivarte, il est intéressant de comparer les chiffres clés des deux exercices de cette société avant l'année de la bataille de procurations avec ceux des deux exercices suivants, puis de comparer la performance financière de Vivarte à ses concurrents et, enfin, de voir le comportement du titre en bourse.

3.2.1. Le redressement du Groupe Vivarte vu à travers ses performances financières

Cette analyse est conduite sous trois éclairages : l'évolution des chiffres clés de Vivarte, une comparaison temporelle avec un panel d'entreprises françaises évoluant dans le même secteur d'activité, une comparaison avec un groupe d'entreprises internationales.

a) L'analyse de l'évolution de la performance opérationnelle nous permet de constater que le plan de redressement a effectivement porté ses fruits. En 2002, le chiffre d'affaires consolidé s'élève à 1 960 millions d'euros, en hausse de 381 millions d'euros par rapport à 1998, soit une augmentation de 24 %. L'EBITDA, qui se montait à 122,7 millions d'euros en 1999, avant la mise en place du plan de redressement, s'élève en 2002 à presque 200 millions d'euros, soit une progression de 63 % ; idem pour le résultat courant qui passe de 67,3 millions d'euros en 1998 à 120,8 millions en 2002, soit une augmentation de presque 80 %. Le tableau 2 récapitule l'évolution des différents indicateurs de résultat du groupe de 1998 à 2002. À noter la perte de 31,2 millions d'euros enregistrée au 31/08/2000, qui est due pour l'essentiel à des provisions importantes passées sur cet exercice en vue de la restructuration du groupe. L'exercice 2000 qui correspond à l'année de la bataille de procurations constitue à l'évidence une année charnière dans la vie de cette société.

Tableau 2 – Résultats consolidés du Groupe André (en millions d'euros)

Exercice clos au 31/08	1998	1999	2000	2001	2002	2002/ 1998	% variation
Chiffre d'affaires	1579	1707,0	1808,7	1892,8	1960,1	381,1	24,1 %
Résultats du groupe André							
EBITDA	124,5	122,7	133,1	154,8	199,5	75,0	60,2 %
Résultat d'exploitation	79,3	77,8	81,2	100,3	139,2	59,9	75,5 %
Résultat courant	67,3	70,4	65,0	79,5	120,8	53,5	79,5 %
Résultat net (part du groupe)	45,1	46,0	-31,2	47,9	68,4	23,3	51,7 %

b) Afin de situer le redressement de la situation financière de Vivarte, nous avons également comparé ses principaux ratios avec ceux d'un groupe d'entreprises considérées comme comparables. Ce groupe de pairs se compose de 17 entreprises françaises cotées en bourse et évoluant dans le même secteur d'activité (habillement et chaussure) que Vivarte⁶. Ces entreprises sont nettement plus petites que Vivarte, puisque le chiffre d'affaires moyen (médian) de ces 17 entreprises s'élève à environ 120 (50) millions d'euros en 1998 et à 165 (90) millions d'euros en 2002. Par ailleurs, le total de l'actif est respectivement égal à 90 (36) millions d'euros et 112 (57) millions d'euros en 1998 et 2002⁷.

Pour chaque entreprise, nous rapportons trois ratios qui nous semblent pertinents pour notre étude. Il s'agit de la rentabilité financière, égale au résultat net de l'exercice rapporté aux capitaux propres ; de la rentabilité économique, égale au résultat d'exploitation rapporté à l'actif économique (c'est-à-dire aux capitaux propres augmenté des dettes financières) ; de la structure financière, égale aux dettes financières rapportées aux capitaux propres. Pour analyser l'évolution de la performance de Vivarte, nous nous inspirons de la méthode mise en oeuvre par Desbrières et Schatt (2002), qui étudie l'évolution des

⁶ La liste des entreprises de ce secteur d'activité est disponible sur les sites d'Euronext (www.euronext.fr) et de Boursorama (www.boursorama.com). Au total, 19 sociétés comparables ont pu être identifiées, sachant que nous n'avons pas retenu les sociétés cotées sur le Marché Libre. Après avoir collecté les données financières sur Boursorama, nous avons décidé de supprimer deux sociétés de l'échantillon : l'une en raison d'un changement de date de clôture, l'autre parce que les informations n'étaient pas disponibles pour une année.

⁷ Pour information, le total de l'actif de Vivarte s'élève respectivement à 925 millions et à 1 235 millions d'euros en 1998 et en 2002, soit un actif environ 8 fois supérieur à l'actif moyen des 17 entreprises évoluant dans le même secteur d'activité.

performances de 161 entreprises françaises ayant été la cible d'un LBO.

L'analyse statique nous conduit d'une part à calculer, pour chaque ratio et pour chaque année, l'écart entre le ratio de Vivarte et : (1) le ratio moyen du secteur (différence a), (2) le ratio moyen, le tout divisé par l'écart-type du secteur⁸ (différence b). D'autre part, nous procédons également à une analyse dynamique en étudiant la variation des trois différences obtenues précédemment sur trois horizons : deux ans (2001/1999), trois ans (2001/1998 et 2002/1999) et quatre ans (2002/1998).

Tableau 3 – *Analyse statique de la performance opérationnelle de Vivarte comparée à 17 entreprises françaises évoluant dans le même secteur d'activité*

Années	1998	1999	2000	2001	2002
Rentabilité financière					
Différence (a)	7,42 %	4,80 %	-22,76 %	7,52 %	5,02 %
Différence (b)	36,06 %	32,35 %	-143,67 %	34,95 %	46,98 %
Rentabilité économique					
Différence (a)	1,72 %	-1,67 %	-1,83 %	-0,03 %	4,27 %
Différence (b)	9,43 %	-9,69 %	-10,41 %	-0,14 %	32,90 %
Structure financière					
Différence (a)	51,79 %	74,94 %	110,39 %	85,81 %	50,93 %
Différence (b)	70,62 %	146,56 %	207,82 %	167,36 %	104,89 %

Remarque : Différence (a) est égale à : ratio de Vivarte – ratio moyen du secteur.

Différence (b) est égale à : (ratio de Vivarte – ratio moyen du secteur)/Ecart type du ratio du secteur.

L'analyse de la rentabilité économique (différences a et b du tableau 3) montre que deux ans après la bataille de procurations (en 2002) le Groupe André surperforme ses pairs. Ce résultat est la conséquence des mesures de redressement engagées à la suite de la prise de contrôle. L'analyse approfondie⁹ des comptes révèle que

⁸ Pour vérifier l'incidence de 161 LBO en France sur la performance opérationnelle des cibles, Desbrières et Schatt (2002), ont travaillé sur des ratios centrés réduits. Une telle mesure est particulièrement adaptée à notre cas, parce que l'écart type des ratios sectoriels n'est pas stable dans le temps.

⁹ D'autres ratios ont été calculés, mais ils ne sont pas reproduits pour des raisons de place. Nous constatons notamment que l'évolution du taux de marge économique (égal au résultat d'exploitation divisé par le chiffre d'affaires) ne permet pas d'expliquer l'évolution du taux de rentabilité économique ajusté au secteur, bien que le taux de marge de Vivarte s'améliore significativement au cours de la période étudiée (cf. tableau 2).

l'amélioration de la rentabilité économique constatée en 2002 provient essentiellement d'un accroissement du taux de rotation économique : autrement dit, plus que l'amélioration du taux de marge, c'est l'accroissement du chiffre d'affaires et une rationalisation de l'outil de production (des actifs) qui permettent d'expliquer une meilleure performance économique de Vivarte.

L'étude de la rentabilité financière (différences a et b) montre que sauf pour l'année 2000, Vivarte surperforme le groupe de pairs. L'année 2000 apparaît bien comme une année charnière dans la vie de cette entreprise. On constate également que Vivarte est systématiquement plus endetté que ses pairs au cours de la période étudiée et que sa rentabilité financière résulte d'un fort effet de levier.

Les rapports annuels 2001 et 2002 de Vivarte fournissent des indications sur les principales sources d'amélioration de la performance opérationnelle. Celle-ci est principalement liée aux cessions de 94 magasins André et Orcade/Minelli ; à la réallocation de 34 autres magasins à d'autres enseignes du groupe ; au renouvellement des styles de collections et des assortiments, aux regroupements des *back-offices* entre enseignes de même métier (La Halle aux chaussures et Chauss Land, etc.) ayant permis de réaliser des synergies significatives ; une optimisation des achats non marchands et des frais généraux ; une amélioration de la logistique. Par ailleurs, l'organisation du groupe a été décentralisée afin d'optimiser le fonctionnement des filiales et la maison mère a désormais une mission de contrôle, d'appui et d'arbitrage au service de la stratégie.

Les résultats du tableau 4 (analyse dynamique) nous éclairent davantage sur l'amélioration de la performance de Vivarte. Concernant la rentabilité financière, il apparaît qu'elle s'améliore globalement avec les deux mesures, à l'exception de la variation entre 1998 et 2002 avec la première mesure (différence a) et de la variation entre 1998 et 2001 avec la deuxième mesure (différence b). Les résultats semblent relativement sensibles au mode de calcul des variations de rentabilités ajustées au secteur d'activité. Cette sensibilité tient en grande partie à l'instabilité de l'écart-type de la rentabilité financière des pairs. Ainsi, il est préférable de se focaliser sur la deuxième mesure de variation de rentabilité financière, préconisée par Desbrières et Schatt (2002), qui prend en compte ce problème de stabilité des écarts-types.

Tableau 4 – *Analyse dynamique de la performance opérationnelle de Vivarte comparée à 17 entreprises françaises évoluant dans le même secteur d'activité*

Années	2001/1998	2001/1999	2002/1999	2002/1998
Rentabilité financière				
Différence (a)	0,10 %	2,71 %	0,21 %	-2,40 %
Différence (b)	-1,11 %	2,61 %	14,63 %	10,92 %
Rentabilité économique				
Différence (a)	-1,75 %	1,64 %	5,95 %	2,56 %
Différence (b)	-9,56 %	9,55 %	42,59 %	23,48 %
Structure financière				
Différence (a)	34,02 %	10,87 %	-24,01 %	-0,86 %
Différence (b)	96,73 %	20,80 %	-41,67 %	34,26 %

Remarque : Différence (a) est égale à : ratio de Vivarte – ratio moyen du secteur.

Différence (b) est égale à : (ratio de Vivarte – ratio moyen du secteur)/Ecart type du ratio du secteur.

L'accroissement de la rentabilité financière, pour trois périodes étudiées sur quatre, résulte essentiellement d'une meilleure rentabilité économique pour les périodes 1998-2002 et 1999-2002 et 1999/2001, alors que pour la période 1998-2001, c'est l'accroissement de l'effet de levier (augmentation de l'endettement) qui compense la diminution de la rentabilité économique.

Comme évoqué précédemment, les taux de marge économiques restent inférieurs à ceux des pairs : c'est donc l'accroissement du taux de rotation des capitaux investis, résultant d'une hausse du chiffre d'affaires ainsi que de la cession et de la rationalisation des actifs, qui a permis à Vivarte d'accroître ses performances opérationnelles.

c) Afin de situer le redressement de la rentabilité de Vivarte, nous avons également comparé ses principaux ratios avec ceux d'un groupe d'entreprises internationales considérées comme comparables par la banque de données financières *Eurofinancials*. Ce groupe de pairs se compose de quinze entreprises de distribution internationales. Il s'agit donc d'un référentiel qui peut être considéré comme ayant du sens pour la communauté des investisseurs anglo-saxons. Cette comparaison nous semble d'autant plus justifiée que les initiateurs de la bataille de procuration dénonçaient l'insuffisance de rentabilité du Groupe André par rapport aux exigences du marché.

Le tableau 5 récapitule les résultats de cette comparaison selon quatre ratios jugés significatifs du redressement de la rentabilité du groupe Vivarte en 2002, ainsi que de sa politique financière : le taux de rentabilité des actifs immobilisés (*Return on fixed assets*) ; le taux

de rentabilité des fonds propres (*Return on equity*) ; le ratio d'endettement net (*Net debt/Total assets*) ; le taux de distribution des dividendes (*payout ratio*).

Tableau 5 – Performance et politique financières comparées du groupe Vivarte en 2002, avec 15 entreprises internationales relevant du même secteur d'activité

	Vivarte	Moyenne du secteur	Écart-type du secteur
Rentabilité des actifs immobilisés	28,91 %	20,77 %	31,10 %
Rentabilité des fonds propres	21,14 %	18,31 %	9,47 %
Endettement net / Actif total	19,21 %	10,35 %	22,46 %
Taux de distribution des dividendes	0,00 %	23,58 %	41,33 %

Source : Eurofinancials. La moyenne et écart-type sont calculées par Eurofinancials sur un groupe de 15 entreprises internationales relevant du même secteur d'activité que Vivarte

L'examen du tableau 5 montre que Vivarte en 2002 a globalement rejoint la profitabilité de ses pairs. Les deux ratios de rentabilité des capitaux engagés (actifs immobilisés et fonds propres) de Vivarte sont sensiblement supérieurs à la moyenne : respectivement 28,9 % contre 20,8 %, et 21,1 % contre 18,3 %.

En matière de politique financière – endettement et dividende – Vivarte se distingue nettement de son groupe de pairs puisque le groupe ne distribue aucun dividende, préférant conserver ses liquidités pour son développement conformément à son plan de redressement, et qu'il affiche un ratio d'endettement supérieur à son groupe de références (19,2 % contre 10,3 %).

Après avoir analysé l'évolution des performances opérationnelles du groupe André, nous étudions désormais le comportement de l'action sur le marché, pour voir si l'amélioration des chiffres clés de la gestion financière de Vivarte s'est traduite dans les cours.

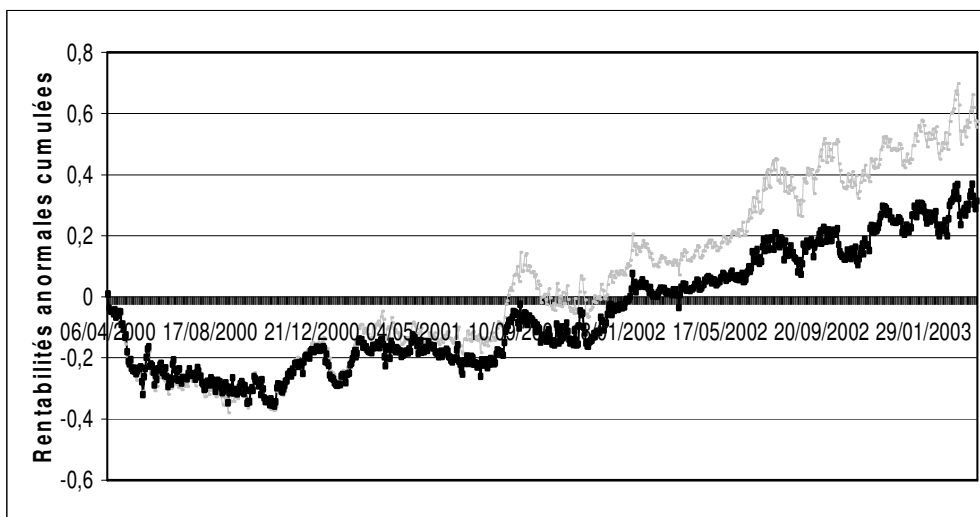
3.2.2. Le comportement du titre Vivarte sur le marché

Lors de l'annonce de ses résultats de l'exercice 2001/2002, le Groupe Vivarte était naturellement attendu sur ses résultats annuels mais également sur sa stratégie. Pour les analystes financiers, les résultats de l'exercice publiés en mai 2003 se sont révélés supérieurs aux attentes du marché, témoignant de la bonne marche du plan de redressement des comptes : « *Les mesures de relance des différentes enseignes, qu'ils concernent les concepts ou la rénovation des maga-*

sins, les collections proposées aux clientes ou le regroupement d'enseignes, ont été initiées au cours du 1^{er} semestre 2002 avec notamment pour objectif de doubler le résultat d'exploitation en 3 ans. Concernant sa stratégie, Vivarte a expliqué qu'il entendait participer à une consolidation de son secteur en Europe dans les années à venir, les marques et les enseignes du groupe ayant une vocation européenne et non mondiale à l'exception de Kookaï » (source : boursorama.com).

Nous étudions l'évolution sur les trois dernières années (du 4 avril 2000 au 4 avril 2003) du cours de l'action Vivarte et du CAC 40. Alors que sur cette période le CAC a perdu environ 55 %, Vivarte n'a perdu que 18 %. Plus précisément, les rentabilités anormales cumulées du titre, calculées à l'aide du modèle simplifié, qui compare la rentabilité journalière de l'action à celle de l'indice CAC40, s'élèvent respectivement à -8,64 %, 10,85 % et 57,32 % au bout d'une, deux et trois années après l'assemblée générale. Cette surperformance par rapport à l'indice phare du marché parisien est d'autant plus remarquable qu'avant 2000, année de la bataille de procurations, le titre Vivarte suivait assez fidèlement l'indice du marché.

Figure 1 – *Évolution des RAC au cours des trois années postérieures à la bataille de contestation*



Note : Les rentabilités anormales cumulées (RAC) ont été calculées à l'aide du modèle de marché. La courbe en clair représente les RAC calculées avec un modèle « simplifié » (bêta égal à 1) et la courbe en foncé représente les RAC calculées avec le modèle « normal » (bêta égal à 0,6).

La figure 1 montre l'évolution sur les trois dernières années (du 4 avril 2000 au 4 avril 2003) de la rentabilité anormale cumulée de Vivarte.

Afin de vérifier la sensibilité de nos résultats à la méthode employée, nous avons calculé également les rentabilités anormales cumulées à l'aide d'un second modèle, qui consiste à tenir compte d'un bêta de 0,6 (cf. section 3.1.) pour le calcul des rentabilités espérées. Dans ce cas, nous obtenons des RAC de -15,78 %, 4,90 % et 31,31 % respectivement au bout d'une, deux et trois années après l'opération. L'existence d'une surperformance à long terme n'est pas remise en cause avec ce second modèle ce qui prouve la robustesse de nos résultats.

3.2.3. *Quelques réflexions*

L'analyse des données financières du groupe Vivarte sur une période de temps significative (cinq ans) montre que le changement de dirigeants, suite à la bataille de procurations, a porté ses fruits : forte augmentation du chiffre d'affaires, de l'EBITDA et du résultat courant, amélioration des taux de rentabilité et, enfin, surperformance du titre par rapport au marché. Ce constat positif est à rapprocher du résultat de l'étude d'événements réalisée avant l'assemblée générale du 5 avril 2000. En effet, sur la période allant du 4 février au 5 avril, nous avons trouvé des rentabilités anormales cumulées (RAC) positives d'environ 5 %, ce qui montre que le marché financier a anticipé une amélioration de la performance opérationnelle.

Cependant, un mois avant la prise de pouvoir par les nouveaux dirigeants, le marché a eu une réaction négative (les rentabilités anormales sont négatives de 12 % pour la période du 1^{er} mars au 4 avril) malgré l'annonce par la nouvelle équipe d'une stratégie orientée vers le redressement de la rentabilité du groupe et son développement. Cette réaction négative du marché peut s'expliquer par l'incertitude qui planait sur la réussite de la bataille de procurations. Elle peut également s'expliquer par la difficulté – voire l'impossibilité – pour le marché d'interpréter l'impact à terme du nouveau management sur la situation financière du groupe. Cela ne doit pas nous étonner dans la mesure où le redressement d'une entreprise et les retombées financières d'une nouvelle stratégie ne peuvent se constater qu'à moyen ou long terme. En effet, redéployer les activités d'un groupe comme Vi-

varte, changer les équipes en place, réorganiser les systèmes de gestion interne, etc., sont des processus qui prennent du temps et dont les conséquences sont fortement aléatoires. Il ne faut donc pas s'étonner que le marché fasse preuve de prudence à court terme et ne prenne pas les déclarations des nouveaux dirigeants pour argent comptant. Par contre, au fur et à mesure que les chiffres publiés révèlent et confirment le redressement du groupe, le marché réévalue positivement le titre. C'est ce que nous avons mis en évidence en comparant, trois années après la bataille, la surperformance de l'action Vivarte par rapport à l'indice du marché.

Au total, nos résultats sont comparables à ceux obtenus aux États-Unis. Certes, Ikenberry et Lakonishok (1993), qui se sont intéressés à l'évolution des performances boursières et opérationnelles de 97 entreprises sur une période de 11 ans (5 ans avant et 5 ans après la bataille), ont trouvé que la performance (boursière et opérationnelle) des entreprises décroît après la bataille. Ce résultat, qui peut paraître surprenant, s'explique cependant aisément. Dans une étude plus approfondie portant sur 270 batailles, Mulherin et Poulsen (1998) montrent que, pour comprendre l'incidence de la bataille sur la performance ultérieure des entreprises, il est indispensable de s'intéresser au changement de direction de l'entreprise. En fait, la performance des entreprises s'améliore significativement après l'opération lorsque les dirigeants sont remplacés. En revanche, lorsque les dirigeants ne sont pas remplacés, la performance des entreprises continue à se détériorer. Autrement dit, la performance ne s'améliore par uniquement lorsque les actionnaires contestataires obtiennent des sièges au conseil d'administration : le changement de performance résulte d'un changement des équipes de direction et, par conséquent, de la stratégie de l'entreprise. Nos résultats confirment cette hypothèse.

3.3. L'impact de cette bataille sur la richesse des actionnaires contestataires

Pour conclure cette étude de cas, nous étudions la rentabilité de cette opération pour les actionnaires contestataires qui ont acquis un nombre élevé d'actions avant l'assemblée générale des actionnaires moyennant le paiement d'une prime de contrôle. Pour effectuer nos évaluations, nous ne prenons pas en compte tous les coûts supportés par ces actionnaires en raison d'un manque d'information. En particu-

lier, le coût des activités de *lobbying* (médiatisation de l'événement dans la presse) et des activités judiciaires n'est pas considéré. Les frais de transaction relatifs aux achats d'actions sont également négligés. Cela étant, ces coûts sont probablement minimes en comparaison du coût d'acquisition des actions sur le marché. Ce dernier coût est évalué à partir des informations fournies en annexe 2, qui récapitulent les principales évolutions de la structure de propriété de cette entreprise.

Nos estimations, fournies dans la dernière colonne du tableau mettent en évidence un investissement total supérieur à 450 millions d'euros, soit environ 58 et 400 millions d'euros par les deux actionnaires contestataires GWP et Atticus. Pour GWP, cet investissement correspond à des achats effectués avant l'annonce de la bataille, en mai 1999 et en décembre 1999. Le coût moyen des actions achetées est estimé à 144 euros. Par ailleurs, cet investisseur a racheté des actions en juin 2000 après le remplacement des dirigeants du groupe André. Concernant Atticus, la majorité des actions ont été achetées peu de temps avant et après l'annonce de la bataille. Pour ce second investisseur, le prix moyen des actions est égal à 172 euros. Ainsi, il apparaît clairement que le coût de l'investissement et, par conséquent, la rentabilité de cette opération diffèrent significativement pour les deux actionnaires contestataires. Comparativement à GWP, Atticus a payé plus cher les actions et détient une fraction plus élevée d'actions du Groupe André. Les résultats figurant dans le tableau 6 confirment un impact différent de la bataille sur la richesse de ces deux investisseurs.

Les calculs de l'évolution de la richesse des actionnaires sont effectués sur trois périodes. Pour la première période d'un an après la fin de la bataille, la richesse des deux investisseurs a baissé fortement (110 millions d'euros). Dans la mesure où le marché était baissier sur cette période (-18,5 % en un an), nous comparons la valeur des actions du Groupe André au bout d'un an avec la valeur d'un investissement présentant le même niveau de risque, autrement dit un portefeuille d'une valeur initiale de 458,02 millions d'euros (représentant le coût d'acquisition des actions par les contestataires, non actualisé, avant l'assemblée générale) avec un bêta de 0,6 (cf. section 3.1.).

La perte marginale, par rapport au portefeuille de marché, s'élève globalement à 59,20 millions d'euros. Si Atticus perd 58,87 millions d'euros, la perte d'opportunité de GWP est quasiment nulle. Ainsi, la

rentabilité de l'opération pour les deux actionnaires contestataires diffère significativement. GWP, qui avait acheté les actions du Groupe André quelques semaines avant la bataille, a davantage profité du changement de direction qu'Atticus. Pour cette dernière, compte tenu du montant investi dans le Groupe André, la situation est d'autant moins intéressante que son portefeuille est désormais moins bien diversifié.

Tableau 6 – *Évolution de la richesse des actionnaires contestataires après la bataille^a*

En Millions d'euros	GWP ^b	Atticus	Total
(1) Montant investi au 4/4/2000	58,49	399,53	458,02
Richesse des actionnaires au 4/4/2001			
(2) Valeur des actions André (127,5 euros)	51,67	296,35	348,02
Différence (2) – (1)	-6,82	-103,17	-109,99
(3) Valeur du portefeuille ^c	52,00	355,22	407,22
Différence (2) – (3)	-0,33	-58,87	-59,20
Richesse des actionnaires au 4/4/2002			
(4) Valeur des actions André (138 euros)	55,92	320,76	376,68
Différence (4) – (1)	-2,57	-78,77	-81,33
(5) Valeur du portefeuille ^c	48,99	334,66	383,66
Différence (4) – (5)	6,93	-13,90	-6,98
Richesse des actionnaires au 4/4/2003			
(6) Valeur des actions André (143 euros)	57,95	323,38	390,33
Différence (6) – (1)	-0,54	-67,15	-67,69
(7) Valeur du portefeuille ^c	39,40	269,15	308,56
Différence (6) – (7)	18,55	54,23	81,77

Remarques :

^a Aucun travail d'actualisation financière n'a été effectué.

^b La richesse de GWP est estimée sur la base de 405 250 actions et ne prend pas en compte les 301 988 actions achetées après l'assemblée générale ayant conduit au remplacement des dirigeants.

^c La valeur du portefeuille correspond au placement des capitaux investis dans un portefeuille qui présente le même niveau de risque que Vivarte (bêta égal à 0,6). Elle est calculée à partir des valeurs de l'indice CAC40, qui est respectivement égal à 6221,94 ; 5071,82 ; 4538,31 et 2837,96 pour les dates du 4/4/2000, du 4/4/2001, du 4/4/2002 et du 4/4/2003.

Les résultats obtenus pour les années suivantes semblent plus intéressants pour les actionnaires contestataires. En effet, si la perte de valeur globale reste importante au terme de deux années après l'opération (plus de 80 millions d'euros), nous constatons désormais que la perte d'opportunité des deux actionnaires anglo-saxons est proche de zéro, puisque la valeur du portefeuille de marché a encore baissé significativement (-27,1 % en 2 ans). Cette perte globale de

6,98 millions d'euros correspond à un gain de 6,93 millions d'euros pour GWP et à une perte de 13,90 millions d'euros pour Atticus.

Enfin, au bout de trois ans après l'opération, la valeur des actions André reste globalement inférieure à leur valeur d'achat (soit une différence de 67,69 millions d'euros). Compte tenu de la forte baisse de l'indice CAC40 (- 54,39 % en 3 ans), nous constatons néanmoins que les deux actionnaires réalisent un important gain d'opportunité. Celui-ci excède 81 millions d'euros et se traduit par un gain de 18,55 millions d'euros pour GWP et de 54,23 millions d'euros pour Atticus. Ces résultats nous permettent de conclure que cette opération a été rentable, à moyen terme, pour les deux investisseurs anglo-saxons, même si GWP en a davantage profité qu'Atticus, en raison d'un moindre coût d'acquisition des actions du Groupe André. Ceci dit, il est possible que ces gains rémunèrent la moindre diversification des actifs possédés par les initiateurs à l'issue de cette opération. Pour tester cette hypothèse il faudrait connaître la composition de leur portefeuille avant et après l'opération, ce que nous n'avons pas pu faire faute d'information.

Conclusion

Cet article montre, à travers l'exposé d'une étude clinique, les difficultés rencontrées par les actionnaires minoritaires pour discipliner les dirigeants des entreprises françaises, qui se caractérisent par une relative concentration de l'actionnariat par rapport à celle des entreprises des pays anglo-saxons. À cet égard, cet article expose le déroulement du mouvement de contestation initié par des actionnaires minoritaires anglo-saxons ayant donné lieu au remplacement des dirigeants du Groupe André, société dirigée par un actionnaire détenteur d'un bloc de contrôle. Cette opération insolite en France nous a permis d'exposer, sous différents angles, les conséquences financières d'une bataille de procurations.

Malgré une certaine prudence du marché financier à l'annonce de cette opération, nous montrons que cette opération a permis de créer de la valeur à long terme pour les actionnaires, puisque les performances financières du Groupe André se sont significativement améliorées et que son titre a surperformé significativement le marché fi-

nancier. Ainsi, le marché a sanctionné positivement cette opération à long terme.

À l'issue de cette étude de cas, nous sommes tentés de conclure que ce mécanisme de discipline exercé par les actionnaires minoritaires peut se révéler efficace dans le contexte français, même si la probabilité de succès est plus faible en raison d'une plus forte concentration de l'actionnariat. Comme l'OPA hostile de BSN (devenu Danone) sur Saint-Gobain avait en son temps annoncé un changement dans les pratiques de prises de contrôle des entreprises françaises, la bataille de procuration des actionnaires du Groupe André annonce peut-être un changement dans les pratiques de régulation au sein des conseils d'administration français. Dorénavant, les actionnaires ne sont plus condamnés à « voter avec leurs pieds » ou à attendre la déclaration d'une offre publique d'achat ou d'échange pour sanctionner un management défaillant. De ce point de vue, le cas André ouvre de nouvelles perspectives pour les actionnaires minoritaires ; c'est la raison pour laquelle il nous a paru intéressant d'en faire une étude approfondie.

Au-delà de ce cas isolé, il n'est pas inutile de rappeler que des conflits d'intérêts potentiels existent dans de nombreuses entreprises françaises, entre les actionnaires de contrôle et les actionnaires minoritaires. D'ailleurs, Guy Wyser-Pratte, l'initiateur des hostilités dans le groupe André, indiquait dans un entretien accordé au journal *Management & Finance* (n° 117, mai 2000, p. 8-11) qu'il souhaitait « faire progresser tous les principes de corporate governance en mettant les pratiques françaises à un niveau équivalent aux principes américains ». Il précisait qu'il y a « beaucoup de travail en France, certains patrons français ont le pouvoir, veulent le garder et en abusent. Ces dirigeants ne sont pas responsables. C'est inadmissible pour les actionnaires. Ma motivation essentielle prend sa source dans les abus de pouvoir de la part des dirigeants ».

En conclusion, notre étude montre que la présence des investisseurs institutionnels, notamment anglo-saxons, n'est donc pas uniquement importante en raison de leur fonction de financement des entreprises françaises, mais également pour la pression (fonction de contrôle) qu'ils exercent sur les dirigeants et/ou les actionnaires de contrôle, qui seraient tentés de négliger les intérêts des actionnaires minoritaires. Avec l'internationalisation des marchés et l'ouverture du capital des sociétés françaises, les pratiques et les mécanismes de

régulation des comportements opportunistes des dirigeants tendent à se banaliser : après l'acclimatation des offres publiques d'achat, le temps des batailles de procurations est peut-être venu¹⁰.

Bibliographie

- Albouy M. (1993), « La finance contre l'entreprise ? », *Revue Française de Gestion*, mars-avril-mai, p. 29-38.
- Borstadt L. et Zwirlein T. (1992), « The Efficient Monitoring Role for Proxy Contests : An Empirical Analysis of Post-Contest Changes and Firm Performance », *Financial Management*, vol. 21, n° 3, p. 22-34.
- Broye G. et Schatt A. (2003), « Sous-évaluation à l'introduction et cessions d'actions par les actionnaires d'origine : le cas français », *Finance Contrôle Stratégie*, vol. 6, n° 2, p. 67-89.
- Charreaux G. (1997), *Le gouvernement des entreprises : Corporate Governance, Théorie et Faits*, Économica, Paris.
- Charreaux G. (2000), « Le conseil d'administration dans les théories de la gouvernance », *La Revue du Financier*, n° 127, p. 6-17.
- Charreaux G. et Pitol-Belin J.P. (1990), *Le conseil d'administration*, Vuibert.
- De Angelo L. (1988), « Managerial Competition, Information Costs, and Corporate Governance : The Use of Accounting Measures in Proxy Contests », *Journal of Accounting and Economics*, vol. 10, n° 1, p. 3-36.
- De Angelo H. et De Angelo L. (1989), « Proxy Contests and the Governance of Publicly Held Corporations », *Journal of Financial Economics*, vol. 23, n° 1, p. 29-59.
- Desbrières P. et Schatt A. (2002), « The Impacts of Lbos on the Performance of Acquired Firms : The French Case », *Journal of Business Finance and Accounting*, vol. 29, n° 5-6, p. 695-729.
- Dodd P. et Warner J. (1983), « On Corporate Governance : A Study of Proxy Contests », *Journal of Financial Economics*, vol. 11, n° 1-4, p. 401-438.

¹⁰ Dans une étude récente, Girard (2003) avance que les contestations de minoritaires se multiplient en France depuis quelques années. Elle identifie les motivations de 120 sociétés françaises ayant fait l'objet de protestations de la part d'un ou d'un collègue d'actionnaires minoritaires de 1989 à 2000. Elle trouve que dans 70 % des conflits, la motivation est la valorisation du portefeuille des actionnaires minoritaires.

- Faccio M. et Lang L. (2002), « The Ultimate Ownership of Western European Corporations », *Journal of Financial Economics*, vol. 65, n° 3, p. 365-395.
- Girard C. (2001), « Une typologie de l'activisme des actionnaires minoritaires en France », *Finance Contrôle Stratégie*, vol. 4, n° 3, p. 123-146.
- Girard C. (2003), « La visibilité de la cause actionnariale », *Banque & Marchés*, n° 63, p. 22-33.
- Godard L. et Schatt A. (2000), « Quelles sont les caractéristiques optimales du conseil d'administration ? », *Revue du Financier*, n° 127, p. 36-47.
- Godard L. et Schatt A. (2003), « Faut-il limiter le cumul des fonctions dans les conseils d'administration ? », *Gouvernance (à paraître)*.
- Ikenberry D. et Lakonishok J. (1993), « Corporate Governance through the Proxy Contest : Evidence and Implications », *Journal of Business*, vol. 66, n° 3, p. 405-435.
- Jensen M. (1993), « The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems », *Journal of Finance*, vol. 48, n° 3, p. 831-880.
- Labelle R. et Raffournier B. (2000), « Conseil d'administration et gouvernement d'entreprise : une comparaison internationale », *Revue du Financier*, n° 127, p. 18-28.
- La Porta R., Lopez-de-Silanes F. et Shleifer A. (1999), « Corporate Ownership around the World », *Journal of Finance*, vol. 54, n° 2, p. 471-518.
- La Porta R., Lopez-de-Silanes F. et Shleifer A. et Vishny R. (2000), « Investor Protection and Corporate Governance », *Journal of Financial Economics*, vol. 58, n° 1-2, p. 3-27.
- Loderer C. et Zraggen P. (1999), « When Shareholders Choose Not to Maximise Value : The Union Bank of Switzerland's 1994 Proxy Fight », *Journal of Applied Corporate Finance*, vol. 12, n° 3, p. 91-102.
- Mulherin H. et Poulsen A. (1998), « Proxy Contests and Corporate Change : Implications for Shareholder Wealth », *Journal of Financial Economics*, vol. 47, n° 3, p. 279-313.
- Mukherjee T. et Varela D. (1993), « Corporate Operating Performance around the Proxy Contest », *Journal of Business Finance and Accounting*, vol. 20, n° 3, p. 417-425.

Poincelot D. et Schatt A. (1999), « Le rachat de leurs propres actions par les sociétés cotées en bourse : bilan d'une pratique nouvelle en France », *Revue du Financier*, n° 122-123, p. 31-39.

Pound J. (1988), « Proxy Contests and the Efficiency of Takeover Bids and Resistance », *Journal of Financial Economics*, vol. 22, n° 2, p. 207-227.

Shleifer A. et Vishny R. (1997), « A Survey of Corporate Governance », *Journal of Finance*, vol. 52, n° , p. 737-783.

Van Nuys K. (1993), « Corporate Governance through the Proxy Process. Evidence from the 1989 Honeywell Proxy Solicitation », *Journal of Financial Economics*, vol. 34, n° 1, p. 101-132.

Viénot M. (1995), *Le conseil d'administration des sociétés cotées*, Rapport du groupe de travail de l'Association Française des Entreprises Privées et du Conseil National du Patronat Français, juillet.

Viénot M. (1999), *Rapport du Comité sur le gouvernement d'entreprise*, Association Française des Entreprises Privées et Mouvement des Entreprises de France, juillet.

Annexe 1 – Calendrier des événements

Source/Date	Événement
Informations et Décisions du CMF 23/12/1999	La société Wyser-Pratte & Co (-) a déclaré que, le 21 décembre 1999, suite à l'acquisition d'actions Groupe André sur le marché, elle avait franchi en hausse le seuil de 5 % du capital de cette société et détenait désormais directement 405 250 actions et droits de vote.
Informations et Décisions du CMF 10/01/2000	La société de gestion Atticus Management Ltd a déclaré, que le 6 janvier 2000, elle avait franchi en hausse le seuil de 10 % du capital de groupe André et détenait désormais directement 759 759 actions et droits de vote. Il est précisé que NR Atticus ne cherche pas actuellement à prendre le contrôle de Groupe André et ne demande pas sa nomination au conseil de surveillance ou au directoire de la société.
Les Échos du 01/02/2000 (p.13)	Le financier new-yorkais Guy Wyser-Pratte a réalisé un coup d'éclat en faisant valoir, dans le « <i>Wall Street Journal</i> », qu'il avait demandé par un courrier envoyé le 26 janvier la nomination de deux administrateurs au sein du conseil de surveillance du groupe d'habillement et de chaussures. Il affirme que la bataille pourrait être très violente, avec du napalm envoyé dans toutes les directions, si la société ne répond pas à sa demande et avance que les commerces de centre-ville, très bien situés, pourraient être beaucoup mieux exploités en vendant autre chose que des chaussures. Le Groupe André a publié dans le BALO du 28 janvier une liste de 4 candidats au conseil de surveillance, dans le cadre de son assemblée générale du 29 février, qui ne comporte aucun représentant de M. Wyer-Pratte . Ainsi, « <i>la future bataille de procurations pour les votes s'annonce d'autant plus sérieuse que le capital de Groupe André apparaît, a priori, mal contrôlé</i> ».
Informations et Décisions du CMF 04/02/2000	La société de gestion Atticus Management Ltd déclare avoir franchi en hausse le seuil de 20 % des droits de vote de Groupe André sur le marché et détenir désormais 1 541 710 actions et droits de vote. Il est précisé que NR Atticus ne cherche pas actuellement à prendre le contrôle de Groupe André , mais NR Atticus déclare qu'il a dorénavant l'intention de demander la nomination de mandataires sociaux au sein de Groupe André, notamment au regard de certaines initiatives qui semblent avoir été prises par certains actionnaires en perspective de la future assemblée générale.

Les Échos du 07/02/2000 (p.14)	Le fonds Atticus veut changer le conseil de surveillance de Groupe André (-) et les dirigeants du fonds se proposent de rencontrer, d'ici à l'AG du 29 février, d'autres actionnaires afin de les convaincre du bien fondé de leur position. Si aucun lien ne peut être établi pour le moment entre les initiatives respectives de Guy Wyser-Pratte et de N. de Rothschild (qui préside NR Atticus), qui affirme agir seul, il ne paraît pas absurde de penser que les 8,3 % détenus pas le financier new-yorkais pourraient basculer dans le camp d'Atticus, puisque les exigences des deux fonds ne semblent pas très éloignées et une offensive concertée aurait de meilleures chances de réussir.
Avis Financier du Groupe André dans les Echos du 10/02/2000 (p.45)	« Acquisition de San Marina : le Groupe André consolide sa position de leader européen dans la chaussure ». Le président du directoire déclare que le groupe dispose désormais d'atouts décisifs pour résoudre ses problèmes en centre-ville, et apporter des solutions aux difficultés de la chaîne André. San Marina réalise un chiffre d'affaires hors taxes de 77,6 millions d'euros à travers un réseau de 194 points de vente.
Communiqué de NR Atticus dans les Echos du 22/02/2000 (p.27)	Ce communiqué, adressé à tous les actionnaires et salariés de Groupe André, indique que « Groupe André a besoin d'un renouveau que seule pourra impulser l'arrivée de nouveaux membres au Conseil de Surveillance ». Les 4 candidats au Conseil proposés par Atticus sont présentés et il est précisé que « Nous vous encourageons à assister à l'assemblée générale du 29 février, à voter en faveur des résolutions présentées par NR Atticus n°18, 19, 20 et 21, et à NE PAS renvoyer les procurations à la direction actuelle ».
Communiqué de NR Atticus dans les Echos du 25/02/2000 (p.21)	Dans ce nouveau communiqué, NR Atticus critique certaines décisions de la direction, en posant les questions suivantes. Pourquoi la direction du groupe André a-t-elle pris seule l'initiative d'aller devant les tribunaux pour tenter de reporter l'assemblée générale annuelle ? Pourquoi la direction a-t-elle fait volte-face quant à la cession des actions d'auto-contrôle ? Pourquoi la direction (-) a-t-elle annoncé l'acquisition de San Marina si peu de temps avant l'Assemblée générale et sans en révéler le prix d'achat, et pourquoi a-t-elle combattu en justice une requête visant simplement à révéler cette information aux actionnaires ? En conclusion, Atticus invite « tous les actionnaires à contacter la direction de Groupe André au 01 44 72 32 25 afin de demander le rétablissement de l'Assemblée générale au 20 février 2000 », et précise : « Votez avec nous pour le changement ».
Les Échos du 28 février 2000 (p. 17 et p.25)	Statuant en référé, le tribunal de Commerce de Paris a suivi la direction de Groupe André qui demandait le report de l'assemblée générale des actionnaires. Initialement fixée au 29 février, celle-ci se tiendra le 5 avril. Le Tribunal de Commerce de Paris (que l'on sait plus enclin à écouter les doléances des chefs d'entreprise que celles des actionnaires minoritaires) a autorisé ce report sous prétexte que « la situation confuse régnant actuellement pourrait être préjudiciable à l'ensemble des actionnaires ». En fait, « il y aurait confusion pour les actionnaires si les 7,9 % du capital détenus en autocontrôle étaient vendus à la sauvette à un allié », puisque « tant que le nombre des droits de vote reste en l'état, la situation est limpide : les opposants revendiquent 42 % des droits de cote, face à un « noyau dur » qui défend l'actuel directoire et qui possède moins d'un tiers des droits de vote ». Du côté de Groupe André, on avance que NR Atticus cherche à prendre le contrôle du groupe sans mener d'OPA. C'est une prise de contrôle occulte. L'avocat de NR Atticus répond que son client agit « de façon totalement transparente et ne cherche pas à prendre le contrôle, mais à se faire représenter dans les organes de direction pour influencer sur les décisions. Cela n'a rien à voir avec une OPA ».
Les Échos du 2 mars 2000 (p. 17 et p.25)	Journée mouvementée hier pour Groupe André : le tribunal de Commerce de Paris a autorisé la cession par Groupe André de ses titres d'autocontrôle. Mais, dans la journée, sur une requête de Atticus, la cour d'appel a décidé de les maintenir sous séquestre.
Les Échos du 6 mars 2000 (p. 19)	La bataille opposant le groupe André et Atticus se poursuit avec âpreté. La date du procès en appel sur la mise sous séquestre des titres d'autocontrôle, prévue pour le 23 mars, a été avancée d'une quinzaine de jours. Par ailleurs, on apprend que Atticus, qui jusqu'alors s'était plaint verbalement du manque d'informations données, selon lui, par la direction du groupe André à ses actionnaires, vient de passer à la vitesse supérieure en déposant, au début de la semaine dernière, une plainte devant la COB pour absence d'informations sur des éléments essentiels de la gestion du groupe. En fin de compte, « ces différentes passes d'armes montrent que la bataille est loin d'être gagnée pour l'un ou l'autre des adversaires ».
Les Échos du 17 mars 2000 (p. 20)	NR Atticus « vient de perdre son procès en appel demandant le maintien de la mise sous séquestre des titres d'autocontrôle du chausseur » et affirme que, si la direction n'opte pas par une cession de ces titres en conformité avec les intérêts des actionnaires, « nous entreprendrons toutes actions possibles afin de protéger nos intérêts et ceux des autres actionnaires ».
Les Échos du 5 avril 2000 (p. 12)	Une page du capitalisme français pourrait bien être tournée aujourd'hui. Pendant longtemps, les assemblées générales ont été des simples chambres d'enregistrement, et les fonds d'investissement n'avaient pas vraiment droit à la parole. Mais ce matin, lors de l'AG de Groupe André, deux fonds anglo-saxons, NR Atticus (33 % des droits de vote) et Wyser-Pratte (9 %), pourraient faire voter la plupart de leurs résolutions. Dans un souci de neutralité, le tribunal de commerce de Paris a nommé un mandataire pour présider l'AG.

Le Monde du 7 avril 2000 (p. 19)	« Les financiers anglo-saxons ont réussi leur putsch sans lancer d'OPA ». Lorsque NR Atticus a demandé la révocation des neuf membres du conseil de surveillance, la proposition a été adoptée par 54,95 % des votants. Puis « après une ultime suspension de séance, le vote pour élire les nouveaux administrateurs n'est plus qu'une formalité ».
----------------------------------	--

Annexe 2 – Estimation des capitaux investis dans le groupe André par les actionnaires contestataires.

Date CMF (1)	Société concernée	Franchissement de seuil	Nombre d'actions	Achats d'actions	% droits de vote	Prix d'achat (2)	Investissement (en M. Euros)
14/05/99	Wyser-Pratte	En hausse, seuil de 5%	355 107	355107	5,001%	140	49,71
23/12/99	Wyser-Pratte	En hausse, seuil de 5%	405 250	50143	5,707%	175	8,78
	TOTAL			405250		144	58,49
05/06/00	Wyser-Pratte	En hausse, seuil de 10%	707 238	301988	10,011%	145	43,79
	TOTAL			707238		140	98,73
04/11/99	NR Atticus	En hausse, seuil de 5%	371 629	371629	5,233%	145	53,89
10/01/00	NR Atticus (3)	En hausse, seuil de 10%	759 759	388130	10,699%	175	67,92
04/02/00	NR Atticus	En hausse, seuil de 20%	1 541 710	781951	21,711%	170	132,93
Début mars	NR Atticus		2324329 (4)	782619	32,90%	185	144,78
	TOTAL			2324329		172	399,53

(1) CMF : Conseil des Marchés Financiers, qui rend publiques les informations sur les franchissements de seuil.

(2) Il s'agit de prix d'achat moyens estimés à partir des prix de l'action au cours des jours précédant les annonces de franchissements de seuil.

(3) Le 10/01/2000, soit 3 semaines avant le début des hostilités, la note du CMF précisait les intentions de cet investisseur : « NR Atticus ne cherche actuellement pas à prendre le contrôle du groupe André et ne demande pas sa nomination au conseil de surveillance ou au directoire de la société. Toutefois, NR Atticus pourrait être conduit à l'avenir à prendre certaines mesures qu'elle jugerait appropriées afin de maximiser la valeur de son investissement, notamment en demandant sa nomination au conseil de surveillance ou au directoire ».

(4) Le nombre d'actions total détenues par Atticus est celui figurant dans le rapport annuel 2000 (clôture au 31/08/2000).