Comment conciliera-t-on souveraineté et rentabilité ?

Avertissement *: Souveraine Tech revendique par vocation une approche transpartisane. Seule nous oblige la défense des intérêts supérieurs de notre pays. Nous proposons ainsi un lieu de « disputatio » ouvert aux grandes figures actives de tous horizons. La parole y est naturellement libre et n'engage que ceux qui la prennent ici. Cependant, nous sommes bien conscients des enjeux en présence, et peu dupes des habiles moyens d'influence plus ou moins visibles parfois mis en œuvre, et dont tout un chacun peut faire l'objet, ici comme ailleurs. Nous tenons la capacité de discernement de notre lectorat en une telle estime que nous le laissons seul juge de l'adéquation entre le dire et l'agir de nos invités.*

---

vendredi 10 novembre 2023

Anne-Cécile Gaillard est CEO et fondatrice de Medicis

1/ Tous actionnaires, un jour, d'un fonds technologique souverain, est-ce concevable selon vous ?

C'est non seulement concevable, mais surtout souhaitable ! Pourquoi ? Un constat s'impose : notre perte de souveraineté en matière technologique est largement alimentée par une carence en capitaux français. Ou, dit autrement, nos capacités de financement ne sont pas suffisantes pour faire croître les pépites que nous développons au-delà d'un certain stade. Quelque part, c'est une bonne nouvelle : nous sommes capables de créer des champions nationaux. Encore faut-il trouver comment les retenir !
Soumise aux mêmes enjeux, l'Union Européenne a amorcé un début

de solution avec la création d'un fonds de fonds destiné à soutenir les scale-up pour en faire les fleurons technologiques de demain. Cette initiative vise à répondre au fait que les start-up européennes les plus prometteuses finissent par se tourner vers des investisseurs américains, asiatiques ou des pays du Golfe pour soutenir leur développement, faute de capitaux européens. Baptisé European Tech Champions Initiative (ETCI), le fonds est pour l'instant doté de 3,75 milliards EUR, avec un objectif à 10 milliards. C'est un premier pas, mais il faut garder à l'esprit que c'est encore modeste pour un fonds.

Ce qui vaut à l'échelle européenne pourrait (et devrait) également s'appliquer à la France, d'autant que nous disposons d'un atout clé avec l'appétence des Français pour l'épargne (rappelons que les encours totaux des livrets réglementés atteignaient 547,4 milliards EUR en juillet 2023 !). Un fonds technologique souverain pourrait ainsi permettre de réorienter une partie de cette épargne vers l'économie réelle, en faisant travailler l'argent des Français à un taux plus intéressant que celui du livret A, tout en finançant des projets ambitieux pour notre souveraineté technologique.Cela étant, s'il s'agit d'une idée excellente en théorie, le diable se niche dans les détails, et la réussite d'un tel projet dépendrait avant tout d'arbitrages concrets, afin de garantir l'attractivité du dispositif (régime fiscal ? durée de blocage du placement ? rentabilité ?), et partant, l'adhésion massive des Français.

Sur le plan stratégique se posera l'épineuse question du choix des cibles d'investissement : comment conciliera-t-on souveraineté et rentabilité ? La question doit être posée, plusieurs entreprises françaises passées sous pavillon étranger au cours des dernières années ayant été en grande difficulté financière, avec peu ou pas de repreneurs / investisseurs français s'étant portés volontaires pour les redresser.

2/ Puisque l'on parle de plus en plus de gouvernance en matière politique, parlons gouvernement de l'entreprise. Pourriez-vous décrire en termes politiques la meilleure organisation possible de l'entreprise selon vous (verticalité, démocratie, subsidiarité etc) ?

D'après mon expérience, les problèmes de gouvernance peuvent toucher tous les types d'entreprises, de la start-up au groupe du CAC40, en passant par la coopérative agricole ou la société familiale détenue depuis plusieurs générations. Aucune société n'est immunisée, quelle que soit son organisation ! Pour autant, il existe des bonnes pratiques en matière de gouvernance, qui ont pour objectif de limiter les dysfonctionnements et de permettre à la société de créer de la valeur dans le respect de ses parties prenantes. Elles englobent d'ailleurs également les préoccupations environnementales et sociétales. Selon moi, la meilleure organisation possible pour une entreprise, c'est donc celle qui permet l'alignement entre sa vision, sa stratégie, ses opérations, et l'intérêt de ses parties prenantes.

3/ De quelle façon évoqueriez-vous l'actionnariat d'Etat à un chef d'entreprise, et l'actionnariat d'entreprise à un haut fonctionnaire ?

Je commencerais par leur demander : que signifie, pour vous, être actionnaire d'une entreprise ? La réponse est double :

En effet, qu'est-ce qu'un actionnaire ? C'est un acteur économique qui investit dans une entreprise afin de profiter financièrement de la création de valeur générée par son activité. Il s'agit donc de critères purement financiers. Jusqu'à récemment, c'était la logique qui prévalait dans les stratégies d'investissement mises en œuvres par la plupart des actionnaires privés.

Corollaire immédiat : y a-t-il d'autres critères – extra-financiers – présidant à l'investissement de l'actionnaire

dans une société donnée ? L'Etat actionnaire pointera certainement des considérations politiques, comme la souveraineté ou la protection de l'emploi. La nouveauté, c'est que l'actionnaire privé est désormais lui aussi tributaire de critères extra-financiers dans ses choix d'investissement, avec le poids croissant pris par l'ESG dans les décisions d'investissement, et ce de façon décorrélée de leur rentabilité financière. Nous sommes au cœur d'un véritable changement de paradigme. Certains fonds refusent désormais d'investir dans des industries ayant un impact négatif sur la santé ou l'environnement (tabac, énergies fossiles), ainsi que sur des critères éthiques (industrie de défense). Je pense ainsi que la différence entre Etat actionnaire et investisseur privé n'est plus si hermétique (à ce niveau-là tout du moins), les deux catégories devant prendre en compte des critères extra-financiers plus ou moins arbitraires dans leur stratégie d'investissement.

4/ Quels conseils préventifs prodigueriez-vous à une entreprise qui voudrait se mettre à l'abri de toute déstabilisation étrangère à des fins de prédation ?

Je leur recommanderais de se faire accompagner le plus en amont possible : par leurs prestataires traditionnels (avocats, conseillers en communication, banquiers d'affaires, etc.) mais également par un cabinet de conseil en intelligence économique spécialisé sur ce type d'opérations. L'idéal, c'est que l'entreprise cherche à évaluer ses vulnérabilités à une opération de déstabilisation potentielle, et ce même si elle ne fait pas elle-même l'objet de velléités connues a priori. L'objectif est de lui permettre d'identifier d'éventuels signaux faibles préalables au déclenchement d'hostilités, et partant, de disposer d'un coup d'avance sur ses adversaires. Je précise que cette analyse est utile même lorsqu'elle ne fait pas remonter de signaux faibles : en effet, elle donne l'opportunité à l'entreprise de mieux cerner les attentes et perceptions de ses parties prenantes, ainsi que d'identifier des vecteurs de risques – ce qui permettra au management de

disposer d'informations sur des domaines qui sont souvent des angles morts 'en temps de paix'. En effet, dans la défense aux opérations de déstabilisation, l'anticipation est déterminante. L'entreprise doit être en mesure de cerner le positionnement des acteurs hostiles, leurs relais, leur agenda, leur calendrier suffisamment tôt afin de se protéger, de prendre des mesures préventives, et d'élaborer une stratégie de défense adaptée le cas échéant. Dans ce type de situation, le nerf de la guerre, c'est l'asymétrie d'information, qui est en défaveur des sociétés visées, et obère leur capacité à développer une réponse opérationnelle adéquate. Lors du déclenchement des hostilités, elles ont en général une vision parcellaire, et souvent faussée, des acteurs qui cherchent à les déstabiliser, tandis que ces derniers sont en position de force, dans la mesure où ils ont déjà collecté des renseignements sur la cible et son environnement, identifié des leviers d'influence et établi un calendrier d'action pour leur campagne.

5/ Qu'est-ce qui vous inspire chez les Médicis au point d'avoir donné à votre entreprise ce nom de baptême ?

Aujourd'hui encore, Médicis est un nom qui est synonyme de « pouvoir ». Un pouvoir qui se décline dans plusieurs univers (la finance, la politique, l'industrie), et sur plusieurs territoires (expansion depuis la République de Florence vers toute l'Europe occidentale). C'est une famille qui est à la fois très exposée (plusieurs papes, deux reines de France), tout en jouant un rôle central en coulisses pour faire avancer ses intérêts, avec un réseau d'hommes de l'ombre, de diplomates et d'agents de renseignement (qu'on pense à la relation entre Jérôme Gondi et Catherine de Médicis par exemple !).

Il m'est apparu que c'était une belle filiation dans laquelle inscrire ma société, Medicis, dont l'objet est de décrypter les sous-jacents aux approches hostiles de tous types, ce qui présuppose d'analyser des dynamiques tant financières

qu’industrielles, politiques et humaines, et ce à l’échelle internationale. Tout comme chez les Médicis, les missions sur lesquelles j’interviens nécessitent de comprendre les enjeux qui se trament en coulisses, de déceler les agendas cachés, et de pénétrer les arcanes des décisions stratégiques.

6/ Vous employez souvent l’expression d’activisme actionnarial. Qu’est-ce exactement ? Et au service de quels intérêts s’exerce-t-il ? Enfin, en quoi diffère-t-il de l’action ?

L’activisme actionnarial désigne un phénomène par lequel certains actionnaires cherchent à influer sur la stratégie des sociétés dans lesquelles ils investissent. Cela peut être par exemple de demander le départ du dirigeant de la société ciblée (l’ancien PDG de Danone, Emmanuel Faber, en a fait les frais en 2021), de proposer une stratégie alternative (campagne de Xavier Niel et Léon Bressler chez Unibail-Rodamco en 2020), d’inscrire une résolution climat à l’ordre du jour d’une Assemblée Générale (coalition Follow This chez TotalEnergies lors de l’AG 2023), ou encore de revoir les conditions financières d’une OPA (TCI dans le cadre de l’OPA de Safran sur Zodiac en 2017). C’est un terme qui porte malheureusement une connotation un peu négative en France, où l’on a longtemps fait l’amalgame entre les actionnaires activistes et les fonds vautours. Pour cette raison, certains préfèrent qu’on les présentent comme des « fonds actifs » ou des « actionnaires engagés ». En réalité, il y a beaucoup de profils différents d’activistes (hedge funds américains d’envergure, fonds d’investissement européens, associations d’actionnaires minoritaires, coalitions actionnariales, ou encore actionnaires individuels), avec des modi operandi très divers. Certains vont se montrer très confrontationnels, afin de contraindre le management à leur céder lors de négociations, par peur du déclenchement d’une campagne publique à leur encontre ; d’autres vont chercher à se présenter de façon plus constructive, afin de rassurer les autres actionnaires et les rallier à leur cause – c’est une

stratégie qui fonctionne bien sur le marché européen, où l'on est plus réfractaire aux postures frontalement hostiles.

Vous posez une bonne question concernant leurs intérêts ! En premier lieu, comme tous les actionnaires, c'est de faire monter le cours de l'action pour enregistrer une plus-value. Cela étant, les activistes ont souvent un second agenda (M&A, obtention d'un siège au Conseil d'Administration, départ du dirigeant, ESG, rapprochement avec un concurrent, etc.), et cherchent à faire en sorte que la société suive leurs recommandations. C'est une question de légitimité vis-à-vis du marché, puisque la capacité d'un fonds activiste à mener campagne dépend de sa capacité à rallier les autres actionnaires derrière son projet, et donc à défendre une stratégie perçue par le marché comme crédible et créatrice de valeur.

Quoi qu'il en soit, ce n'est jamais une bonne nouvelle pour un chef d'entreprise quand un fonds activiste débarque à son capital, car le management se retrouve acculé dans un rapport de force permanent avec l'activiste (voire également avec les actionnaires qui le soutiennent), et voit les vulnérabilités de la société exposées publiquement. On constate d'ailleurs que les campagnes activistes s'accompagnent souvent de manœuvres de déstabilisation périphériques, qui ne sont pas orchestrées par les actionnaires insatisfaits, mais proviennent d'acteurs qui cherchent à tirer profit de la situation de vulnérabilité suscitées par la campagne.

7/ Le téléphone sonne : Vous êtes appelée à la rescousse pour proposer une stratégie qui permette de garantir l'avenir français d'Atos. Que préconisez-vous ?

Il y a tellement de rebondissements chez Atos que la réponse que je vous fais aujourd'hui risque d'être déjà caduque demain ! Cela étant, nous évoquions précédemment l'importance des questions d'alignement et de bonne gouvernance, il me semble

qu’Atos en constitue un cas d’école.

En effet, le cours de l’action Atos a perdu plus de 90% de sa capitalisation boursière sous le mandat de Bertrand Meunier (Président du Conseil d’Administration d’Atos entre novembre 2019 et octobre 2023). Et lors de l’annonce du plan de scission en août dernier (qui inclut le rachat de Tech Foundations par Daniel Křetínský, ainsi que sa montée au capital d’Eviden), le cours perd encore 45%. Voilà un exemple parlant de désalignement entre les intérêts des actionnaires et du management, aggravé qui plus est par des conditions de cession pour le moins peu transparentes. Le contrat de confiance est rompu, et c’est ce qui explique la multiplication des contestations actionnariales (Sycomore hier, CIAM, l’UDAAC et Alix AM aujourd’hui).

En ce qui concerne la mise en œuvre d’une stratégie pour garantir l’avenir français d’Atos, plusieurs projets intéressants ont été sur la table, lesquels étaient susceptibles de garantir l’avenir français des activités stratégiques d’Atos tout en permettant de recréer de la valeur pour ses actionnaires. Je pense notamment à Onepoint, qui vient de monter au capital pour devenir actionnaire de référence du groupe avec 9,9% (et qui vient incidemment de lever 500 millions EUR auprès de Carlyle), ainsi qu’au consortium Astek/Chapsvision, lequel avait fait part de sa volonté de « sanctuariser les activités particulièrement sensibles » d’Atos « au sein d’une structure à l’actionnariat verrouillé », dans un courrier adressé au Secrétaire Général de l’Elysée Alexis Kohler. Mais difficile de se prononcer davantage sans avoir un minimum de transparence sur les raisons ayant présidé à l’éviction de ces projets en faveur du plan de transformation défendu par le management…

8/ Comment pourrait-on utilement dépasser ou tirer parti de la dichotomie public / privé, tellement ancrée

dans l'esprit français ?

On observe au sein de la sphère publique une défiance généralisée pour ce qui vient du privé. Ce scepticisme trouve en partie sa source dans une certaine perception culturelle répandue en France, où la génération de valeur est souvent perçue comme suspecte.
On a notamment tendance à opposer création de valeur et sauvegarde des intérêts collectifs. Dans le domaine de l'entreprise par exemple, il n'est pas rare que l'Etat soit jugé plus fiable pour gérer des entreprises en difficulté, ce qui serait la garantie de la préservation de l'intérêt général et d'une meilleure gestion. Or l'expérience montre que c'est souvent faux, comme l'a montré le Crédit Lyonnais en son temps. J'ajoute enfin qu'il y a en France un déficit de culture économique et financière, qui n'aide pas à dépasser l'antagonisme entre les deux sphères ! Je pense néanmoins que la réconciliation public / privé est possible ; elle pourrait passer par le fait d'articuler efficacement création de valeur et défense de l'intérêt commun. Le fonds souverain technologique que nous évoquions pourrait en être une des pistes !

9/ Suffit-il à vos yeux d'être doté des moyens financiers considérables pour devenir actionnaire d'une entreprise française stratégique ? Autrement dit : l'entreprise est-elle à vendre ?

Tout dépend de la forme juridique de la société. Si elle est cotée, son actionnariat est public. Quiconque le souhaite peut donc en devenir actionnaire, à condition d'en acheter au moins une action. Ce type d'entreprise est donc, par essence, ouvert à tous. Dans le cas d'une entreprise privée, le processus d'investissement ou de vente des parts est plus formel et compliqué. Pour autant, un certain nombre de fleurons, dont l'actionnariat est privé, passent sous pavillon étranger. Pourquoi ? L'une des raisons clés est le manque de capitaux français. Lorsque le fonds américain Searchlight lance une OPA

sur l'équipementier aéronautique Latécoère, lourdement endetté, il s'agit d'une offre amicale, approuvée par le management, et non d'une approche hostile. L'entreprise avait bien manifesté son intérêt pour l'arrivée d'un actionnaire de référence, mais aucun fonds français n'a souhaité monter au capital du groupe, laissant la place libre pour Searchlight. Idem pour l'ex-pépite française Exxelia, dont la récente vente au groupe américain Heico a suscité un certain émoi dans la sphère politique française, en raison de ses activités stratégiques (composants et sous-systèmes de précision pour l'industrie militaire). Pourtant, aucun groupe français n'a formulé d'offre ferme pour reprendre la société, là où les Américains se sont, eux, positionnés. On en revient donc au nerf de la guerre, le financement de nos pépites par des capitaux tricolores, et la possibilité de créer un fonds souverain technologique visant à asseoir une politique de souveraineté économique et industrielle ambitieuse.

10/ Rien ne se créé, tout se transforme. Avant de créer de la richesse, de qui ou de quoi l'entreprise la reçoit-elle ?**La base de tout, c'est le capital humain.**

Au commencement, c'est le capital humain (expertise, créativité, engagement) qui constitue la source primaire de l'innovation et de la productivité au sein de l'entreprise. C'est le véhicule premier de la création de richesse lors de la création d'une société. Dans un second temps arrive le capital financier (provenant des investisseurs, des actionnaires et des institutions de financement), qui permet de concrétiser les projets et les idées impulsées par le capital humain. Vient ensuite le capital social et relationnel, à savoir les réseaux de partenaires, de clients et de fournisseurs, qui crée un écosystème favorable à la croissance. Et enfin le capital intellectuel, soit les brevets, les connaissances et l'expérience accumulés, qui constitue la base sur laquelle l'entreprise innove et se développe. C'est la conjugaison (et l'alignement !) de tous ces éléments qui permet à l'entreprise de construire de la

valeur.