



## OPTION FINANCE

**Interview - Catherine Berjal et Anne-Sophie d'Andlau, co-fondatrices de CIAM**

**« A la différence d'activistes connus, nous privilégions toujours, chez CIAM, le dialogue quand c'est possible »**

Publié le 14 mars 2025 à 10h54

[Valérie Nau](#)

Club Med, Scor, Atos, Vivendi... La société de gestion alternative CIAM, fondée par Catherine Berjal et Anne-Sophie d'Andlau, s'est fait remarquer depuis plusieurs années en n'hésitant pas à contester publiquement la stratégie de grands groupes. Figurant parmi les pionnières de l'engagement actionnarial, les deux gérantes se défendent d'être de simples activistes, préférant mettre en avant la préservation des intérêts des actionnaires et la création de valeur pour l'entreprise.

**Votre fonds, CIAM, est l'un des rares en France à manifester publiquement certains de ses désaccords avec de grands groupes cotés, ce qui lui vaut d'être considéré comme un investisseur activiste. Vous définissez-vous comme tel ?**

**Anne-Sophie d'Andlau :** CIAM est une société de gestion alternative qui gère notamment un fonds event driven, une stratégie qui ne s'apparente pas à celle d'un fonds activiste. Nous avons lancé en 2010 ce premier fonds qui vise à tirer parti des anomalies de valorisation lors d'opérations en capital (M&A, restructurations...). A l'époque, nous nous sommes effectivement inspirées des modèles de hedge funds aux Etats-Unis et au Royaume-Uni, qui étaient alors peu développés en Europe continentale, en adoptant toutefois rapidement une approche différente. Nous repérons

certes des sociétés dont la valorisation n'est pas, selon nous, à son juste prix et que nous pensons pouvoir améliorer grâce à un engagement actif. Mais à la différence de certains hedge funds ou d'activistes connus, nous privilégions toujours le dialogue quand c'est possible, ce qui correspond à la grande majorité des cas. Le fait d'être basées à Paris facilite ce dialogue car nous bénéficions d'une bonne connaissance de l'écosystème.

**Catherine Berjal** : Notre approche est pragmatique et nos intérêts sont toujours alignés avec ceux des entreprises. Lorsque nous avons identifié un problème de gouvernance, c'est que nous pensons que sa résolution pourrait créer de la valeur, pas en détruire ! Contrairement à certains activistes anglo-saxons, nous ne disons pas aux dirigeants ce qu'ils doivent faire, nous laissons ces derniers gérer comme ils l'entendent, à condition qu'ils respectent leurs devoirs envers leurs actionnaires. Si tel n'est pas le cas, et que nous estimons que cela reflète un problème fondamental de gouvernance, c'est là que nous intervenons. Dans l'écrasante majorité des cas, nous le faisons de manière privée, en discutant en bonne intelligence avec le management. Mais si le dialogue ne fonctionne pas ou si nous sommes mises devant le fait accompli, nous n'hésitons pas à rendre l'affaire publique. Et nous n'avons pas d'états d'âme si nous estimons que le seul moyen de résoudre le problème est de demander le départ du directeur général ou du PDG. C'est en ce sens que l'on peut nous considérer comme des activistes, mais cela relève en vérité de notre devoir fiduciaire. Il faut ajouter que les cas où le dialogue n'est pas possible restent toutefois très limités : ils représentent environ 5 % de notre portefeuille historique.

*«Nous lançons des recours lorsque nous estimons être face à un abus, de quelque nature que ce soit.»*



**Catherine Berjal** co-fondatrice , CIAM

**Vous n'hésitez pas à recourir aux tribunaux pour faire valoir vos droits, comme tout récemment dans le cadre de la scission des actifs de Vivendi. Quels sont généralement vos motifs d'intervention ?**

**Catherine Berjal** : Nous lançons des recours lorsque nous estimons être face à un abus, de quelque nature que ce soit. Chez Atos, nous nous sommes élevées en octobre 2023 contre l'ancien dirigeant de l'époque, Bertrand Meunier, en raison de communications mensongères à l'occasion de la cession de Tech Foundations, qui regroupe les activités d'infogérance. Je rappelle que Sycomore AM avait tenté de l'évincer avant nous, et je ne crois pas qu'il soit considéré comme un activiste.

Nous pouvons également intervenir quand nous suspectons un conflit d'intérêts. Cela a été le cas lors du rachat du Club Med par Fosun, opération soutenue par le management

qui était aussi associé au projet d'OPA : le prix initialement proposé était de 17 euros, la société a finalement payé 24,60 euros, ce qui montre bien que l'offre initiale était insuffisante. De même lors du rachat d'Euro Disney par sa maison mère, le groupe américain avait proposé 1,25 euro avant de relever son offre à 2 euros par titre.

Chez Vivendi, nous estimons que la scission du groupe, à laquelle nous étions favorables sur le principe, visait uniquement à permettre au groupe Bolloré de contourner la réglementation française en matière d'OPA en cotant ses filiales hors d'Euronext Paris. Cela constitue une fraude à la loi, un abus de droit. Ce choix a permis d'éviter des offres publiques obligatoires en franchissant le seuil de 30 % de détention. Nous avons engagé deux procédures : l'une auprès de l'AMF en octobre pour prouver que le groupe Bolloré contrôlait Vivendi et aurait dû déposer une OPA de retrait avant la scission. L'AMF ayant jugé l'absence de contrôle, nous avons fait appel. Fin novembre, nous avons saisi le tribunal de commerce de Paris pour fraude à la loi, car nous estimons que la raison de l'opération est le contournement de la réglementation, et la conséquence le choix des places de cotation et non pas l'inverse, comme l'affirme Vivendi. En toute logique, nous avons assisté à une débâcle boursière avec une décote de holding passant de 35 % à 55 %. Le groupe Bolloré pourrait ainsi renforcer sa position à bas prix sur Canal +, Havas et Louis Hachette sans lancer d'OPA. Nous pensons que cette scission a spolié les actionnaires : avec une cotation sur Euronext Paris, la valorisation se serait rapprochée des 16 milliards d'euros annoncés, contre moins de 8 milliards d'euros aujourd'hui.

**Ces dernières années, au sein des thématiques ESG, c'est moins la gouvernance qui a accaparé l'attention que l'environnement et, dans une moindre mesure, le social. Le développement des controverses sur ces sujets en est une illustration. Cela modifie-t-il votre approche en matière d'engagement ?**

**Anne-Sophie d'Andlau** : Dans notre fonds historique event driven, nous avons commencé par nous intéresser régulièrement à des sujets de gouvernance quand celle-ci n'était pas au niveau qu'étaient en droit d'attendre les investisseurs. Mais au fur et à mesure des années, il est devenu manifeste que certains sujets environnementaux et sociaux pouvaient, en fonction des secteurs, participer également à la sous-valorisation d'une entreprise. Nous avons commencé à nous intéresser à ces aspects à partir de 2019, en élargissant le champ de notre engagement aux sujets financiers et extra-financiers. Nous avons à ce titre intégré dans notre approche des risques un certain nombre de critères, dont les controverses, pour éviter d'investir dans des sociétés où un scandale de ce type serait susceptible de survenir. De même, nous n'allons pas investir dans les entreprises où les controverses graves et non adressées par les dirigeants sont avérées.

**Catherine Berjal** : En plus des controverses, il faut désormais tenir compte de la montée en puissance d'ONG très présentes dans certains secteurs. Souvent

dogmatiques, elles agissent, elles, comme de vrais activistes alors même qu'elles ne sont pas actionnaires des entreprises visées, contrairement à nous. Nous avons des droits en tant que tels et devons les utiliser, en ne les abandonnant pas à ces ONG. Si ces dernières trouvent un terrain favorable pour faire entendre leur point de vue, c'est peut-être aussi parce que les actionnaires ne font pas suffisamment leur travail.

**Les pouvoirs publics ont récemment cherché, à travers la loi attractivité, à relancer l'intérêt des entreprises pour la Bourse. Cette initiative va-t-elle dans le bon sens ?**

**Anne-Sophie d'Andlau :** Ces efforts ont été faits en faveur des émetteurs, ce qui est bien, mais nous espérons que la prochaine fois ils concerneront également les investisseurs, même si ces derniers sont mieux protégés à Paris que sur certaines autres places européennes, comme Londres par exemple. Nous participons à ce titre aux différentes réflexions de place par le biais de plusieurs groupes de travail, qu'il s'agisse du comité pour la gouvernance d'entreprise de l'AFG, du hedge fund advisory committee des PRI (qui regroupe les représentants de tout l'univers de la gestion alternative), du groupe de place sur le dialogue actionnarial... Parmi les mesures qui nous semblent importantes à mettre en place figure ainsi la possibilité de déposer plus facilement des résolutions en assemblée générale : cela permettrait un dialogue accru en amont avec les sociétés alors qu'actuellement, les délais sont très restreints. Nous avons engagé aux côtés d'institutionnels et d'autres sociétés de gestion des réflexions sur ce sujet, qui ont donné lieu à sept recommandations que nous avons présentées à l'AMF et au Trésor. De même, une meilleure compréhension du fonctionnement et de la comptabilisation des votes en AG serait souhaitable car il existe assez peu de transparence sur ce sujet. Des réflexions sont justement en cours là-dessus au sein de notre groupe de travail, et ont été présentées à l'AMF.

**Dans l'ensemble, la gouvernance au sein des sociétés cotées s'est-elle néanmoins améliorée ces dernières années ?**

**Anne-Sophie d'Andlau :** Les pouvoirs sont globalement moins concentrés dorénavant à la tête des entreprises, même si cela est surtout vrai pour les grandes capitalisations. L'ancienne génération de dirigeants était habituée à diriger seule, c'est beaucoup moins le cas aujourd'hui. La composition du conseil d'administration n'en reste pas moins un sujet central. Nous sommes attentives, à ce titre, aux compétences de ses membres, au fait que les administrateurs indépendants le soient vraiment... Là aussi, les choses évoluent dans le bon sens mais les conseils français ne sont pas encore tout à fait parvenus au niveau des Anglo-Saxons, où les administrateurs sont recrutés pour leurs compétences et moins parce qu'ils font partie d'un réseau de cooptation. De même, les sujets de rémunération ont progressé, notamment grâce au say on pay : même s'il existe encore des abus, la rémunération des dirigeants est mieux alignée sur la performance des entreprises.

*«Les pouvoirs sont globalement moins concentrés dorénavant à la tête des entreprises. L'ancienne génération de dirigeants était habituée à diriger seule, c'est beaucoup moins le cas aujourd'hui.»*



**Anne-Sophie d'Andlau** co-fondatrice , CIAM

En revanche, on constate beaucoup moins d'améliorations en matière de droits des minoritaires face à un actionnaire de référence. On le voit à travers un sujet connexe, celui des conventions réglementées. Alors qu'elles sont soumises au vote et portent sur des sujets importants, ces conventions sont assez peu regardées par le marché car elles ne sont pas forcément faciles à trouver parmi les documents transmis aux actionnaires. On y trouve ainsi le détail des relations entre l'actionnaire de référence et la société, ce qui permet de savoir si le premier bénéficie d'un traitement particulier. Nous n'avons rien contre, a priori ; encore faut-il que ces relations soient transparentes et qu'elles ne constituent pas un avantage indu au détriment de l'actionnaire minoritaire, comme cela a été le cas chez Euro Disney, par exemple.

**Les activistes ont souvent mauvaise réputation, y compris auprès des investisseurs institutionnels. Ces derniers sont-ils plus sensibles à votre démarche ?**

**Anne-Sophie d'Andlau** : En effet, car nous sommes des actionnaires actifs et engagés, alignés avec les intérêts de l'entreprise. Nos performances sur nos deux fonds actions (le fonds event driven et un fonds small-mid cap Europe) sont ainsi respectivement de 17,4 % et 35,3 % sur les deux dernières années. Les investisseurs étrangers ont toujours manifesté de l'appétit pour les stratégies actives, car ils estiment qu'elles défendent bien leurs intérêts. En France, cela a pris du temps, et nous devons encore faire preuve de pédagogie envers certains institutionnels qui continuent de nous voir avant tout comme des activistes. Mais notre métier et notre démarche sont bien mieux compris à présent.

**Catherine Berjal** : Il est certain que nous sommes beaucoup plus écoutées qu'il y a quinze ans, par les dirigeants comme par les investisseurs. En fait, ce qui nous préoccupe actuellement, en tant que gestionnaire actif, ce sont les ETF. La gestion passive conduit par nature à ne pas accorder d'importance à la stratégie et à la valorisation de l'entreprise puisqu'elle suit des indices. Or le poids des ETF est devenu très lourd dans les grandes capitalisations et c'est ce type d'actionnaires que nous avons souvent face à nous, comme nous avons pu l'observer chez Vivendi tout récemment. A terme, cela pourrait devenir problématique pour la valorisation des sociétés cotées : si les actionnaires ne représentent plus de contre-pouvoir, il pourrait y avoir un impact sur la gestion des sociétés et donc sur leur cours de Bourse et leur devenir.