

Comment Casino a contré une déstabilisation boursière

Jean-Charles Naouri, dirigeant et actionnaire de contrôle du groupe, se retrouve engagé dans une véritable guérilla économique contre des ennemis dont l'identité n'est de surcroît pas clairement établie. A ces attaques violentes et concertées, Naouri a répondu avec un arsenal de mesures informationnelles, opérationnelles, financières et juridiques.

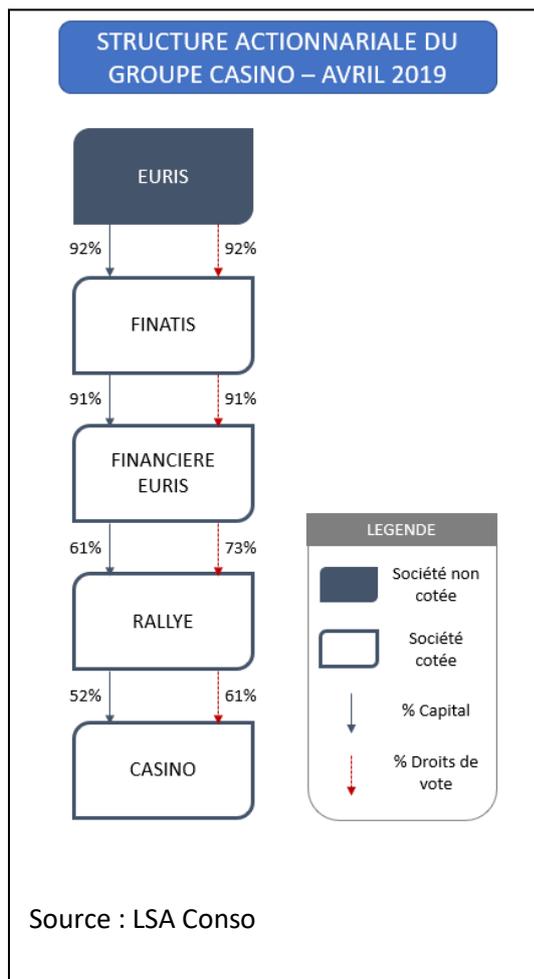
A l'image des attaques dont il est victime, Naouri a frappé tous azimuts : utilisation du droit comme arme de défense économique, conclusion d'alliance de circonstance avec certains fonds spéculatifs, mise en place de mesures visant à renchérir sensiblement le risque pris par les fonds activistes...

Après avoir présenté la structure financière du groupe Casino, nous détaillerons les attaques dont le groupe a fait l'objet depuis décembre 2015 et nous analyserons ensuite la stratégie mise en place par Jean-Charles Naouri afin d'asphyxier les vendeurs à découvert.

1. Une structuration financière tendue laissant peu de marge de manœuvre

Jean-Charles Naouri a réussi à former un groupe de distribution de premier plan, présent sur 3 continents et réalisant 36,6 milliards d'euros de chiffre d'affaires en l'espace de 30 ans.

Ce succès s'explique par la vision opérationnelle de Naouri, notamment sa capacité à passer du statut d'investisseur à [actionnaire de référence](#), les opérations de croissance menées à l'international, mais également à ses talents de financier (il a été associé-gérant chez Rothschild) qu'il a mis à contribution en créant une cascade de holding lui permettant de sécuriser le contrôle de Casino tout en limitant son investissement financier.



a. Une structure actionnariale en cascade reposant massivement sur l'effet de levier

Casino possède une structure actionnariale dite « cascade » : chaque société détient la majorité mais pas l'intégralité de sa société fille. L'intérêt est double :

- En faisant entrer des minoritaires au niveau de chaque holding, l'investissement financier est dilué alors que le contrôle, quant à lui, demeure aux mains de Jean-Charles Naouri.
- Chaque holding fait l'objet d'un recours à l'endettement, permettant de bénéficier d'un « effet de levier » maximal.

Ce schéma en cascade crée une contrainte majeure : la santé financière de chaque holding dépend donc de la capacité de Casino à faire remonter suffisamment de trésorerie sous forme de dividendes afin de couvrir les intérêts financiers de chaque holding de contrôle.

Le groupe Casino n'est par ailleurs pas le seul à avoir eu recours à ce type de montage, certains des plus beaux fleurons de l'industrie française ont été construits de cette manière, LVMH et le groupe Bolloré en sont de parfaits exemples.

b. Des dettes contractées au niveau des holdings partiellement garanties par des titres Casino

A l'inverse de LVMH où chaque holding détenait, en plus des titres de la fille, des actifs propres permettant de garantir la dette souscrite, les holdings du groupe Casino ne bénéficiaient que de peu d'actifs en propre et en tout état de cause la valeur de ces actifs était insuffisante pour garantir leurs dettes respectives. Ces holdings ont donc dû mettre en garantie les titres des sociétés filles qu'elles détenaient. La société Casino étant cotée, tout comme 4 de ses holdings de contrôle, la valeur des titres mises en garantie varie donc constamment avec le cours de bourse de Casino.

Ce système de garantie est donc à l'origine d'un risque supplémentaire pour le groupe : si jamais le cours venait à passer sous un certain seuil, la valeur de la garantie peut devenir inférieure à la valeur nominale de la dette et les banques seraient alors en droit de réclamer un remboursement anticipé de l'intégralité de la dette.

Jusqu'au 17 décembre 2015 et la publication d'un rapport à charge du fonds activiste Muddy Waters, la structure financière en cascade du groupe Casino ne faisait que très rarement l'objet de commentaires de la part d'analystes et ne représentait pas, de toute évidence, une inquiétude pour les marchés.

Le groupe Casino était d'ailleurs à l'époque plutôt érigé en modèle de stratégie de développement, [notamment l'intégration de Monoprix et le pari gagné du développement international, notamment au Brésil](#), où le groupe occupe une place de leader.

2. Casino, cible de multiples attaques depuis fin 2015

a. Episode 1 : Muddy Waters sort du bois

Le 17 décembre 2015, le fonds activiste Muddy Waters, connu pour avoir révélé en 2011 que la société chinoise [Sino-Forest était en réalité une escroquerie](#), publie un [rapport](#) à charge où il avance que « *Casino est une des sociétés les plus surévaluée* » qu'il n'ait jamais analysé. Le rapport conclut que l'action Casino ne vaudrait que 6,91 euros alors qu'elle cotait alors 48,97 euros.

Muddy Waters précise également qu'il [vend à découvert l'action Casino](#), pariant donc sur une baisse du cours de bourse. Le mécanisme de la vente à découvert est simple :

1. Muddy Waters s'est fait prêter un lot d'actions détenues par des actionnaires de Casino contre une rémunération fixée à l'avance (généralement 20%).
2. Muddy Waters a vendu ces actions immédiatement sur le marché.
3. Muddy Waters diffuse ensuite auprès du marché ce rapport concluant que Casino est très largement survalorisé, espérant une chute du cours de bourse.
4. Muddy Waters rachètera ensuite des titres Casino sur le marché à un prix bien inférieur et les rendra aux actionnaires prêteurs. Muddy Waters enregistrera alors un gain égal au différentiel de prix.

Afin que cette stratégie s'avère gagnante, Muddy Waters doit donc diffuser, auprès d'un maximum d'acteurs, une étude suffisamment documentée afin de convaincre les marchés et provoquer une chute du cours de bourse. Le fondateur de Muddy Waters, Carson Block, jouissant d'une forte crédibilité sur les marchés, notamment après l'épisode Sino-Forest, l'impact est alors immédiat : alors que le rapport n'a été publié que depuis quelques heures, [l'action de Casino chute déjà de plus de 10%](#).

Des voix discordantes d'analystes vont se faire entendre, pointant notamment certaines hypothèses volontaristes du rapport Muddy Waters, mais elles arrivent trop tard, le mal est déjà fait et le ver est déjà dans le fruit. Très rapidement, de nombreux acteurs de marché font pression sur le management de Casino afin que des cessions d'actifs soient réalisées sans délai afin de désendetter le groupe. Cette pression va peser continuellement sur le management de Casino en 2016 et 2017.

b. Episode 2 : Les fonds anglo-saxons attaquent en meute

En 2018, les attaques s'intensifient, l'ennemi n'est plus seul mais chasse en meute, pas moins de 18 fonds anglo-saxons parient contre Casino et amassent jusqu'à 18,5% du capital de Casino en vente à découvert. Casino devient alors logiquement le [titre le plus vendu à découvert](#) sur le marché parisien.

Muddy Waters mène alors la charge médiatique en communiquant tous azimuts sur la situation de Casino (pas moins de 8 tweets concernant Casino sur le seul mois d'août 2018). Le 31 août 2018, Muddy Waters publie en particulier [un tweet](#) où il précise que les comptes de la filiale Casino Finance n'ont pas été déposés au titre de l'exercice 2017 (ce qui s'avère

exact, les comptes seront publiés quelques jours plus tard). Le titre perd là encore jusqu'à [13% en séance](#), atteignant 26,46 euros, un plus bas depuis près de 22 ans.

Casino dénonce alors une concertation évidente et un timing très étrange : le nombre d'actions prêtées augmentant significativement quelques jours avant la parution d'une note négative d'un analyste. Le groupe décide par conséquent de [porter plainte contre X](#) le 25 octobre 2018 pour « *manipulation de cours, diffusion d'informations fausses ou trompeuses et délit d'initiés* ».

c. Episode 3 : Muddy Waters persiste et signe

Muddy Waters profite de l'annonce de la mise sous procédure de sauvegarde des holdings de tête du groupe Casino en mai 2019 pour conforter la position « lanceur d'alerte » qu'il adopte depuis le début des hostilités. Carson Block enfonce le clou en diffusant le 30 septembre 2019 une vidéo de 12 minutes sur [Youtube](#) confirmant les [accusations contre le groupe Casino](#).

3. La stratégie de défense de Casino

Afin de répondre à ces attaques, Jean-Charles Naouri a utilisé l'ensemble des armes à sa disposition, qu'elles soient informationnelles, opérationnelles, juridiques ou financières.

a. S'entourer d'experts afin de mener une guerre de l'information

Afin de répondre à ces attaques coordonnées, Jean-Charles Naouri s'est entouré de conseils juridiques et financiers traditionnels mais également de conseils en intelligence économique afin de collecter un maximum d'informations concernant les sociétés à l'origine de ces attaques ainsi que l'ensemble des intervenants de marché.

Cela s'avèrera très utile pour identifier les acteurs de marché avec lesquels ses intérêts convergent et lui permettra notamment de nouer des alliances clés dans le but d'isoler voire d'asphyxier les vendeurs à découvert.

Cette guerre de l'information aura toutefois eu un impact négatif sur l'image du groupe en mettant en lumière des pratiques discutables. Carson Block se plaindra notamment publiquement et à plusieurs reprises de pressions qu'il subit émanant de l'entourage de Casino notamment des actes d'espionnage et des filatures dont il aurait fait l'objet. Corroborant ses dires, le [Wall Street Journal](#) mettra en ligne le 5 novembre 2017 une vidéo montrant une personne se faisant passer pour un journaliste de ce quotidien afin d'obtenir des informations de la part de Carson Block. Muddy Waters précisera par la suite que cette personne était en fait [Jean-Charles Brisard](#), président du Think Tank Centre d'Analyse du Terrorisme (CAT). Le groupe Casino refusera de communiquer ses liens M. Brisard en se réfugiant derrière le secret des affaires, cela ne convaincra pas grand monde et entachera la réputation du groupe.

b. Mener une campagne de cession d'actifs afin de rassurer les marchés

Afin de rallier le marché à sa cause, Jean-Charles Naouri se devait de faire taire les craintes concernant l'endettement du groupe et ainsi isoler les vendeurs à découvert. Le 11 juin 2018, Casino annonce lancer un [plan de cession d'actifs s'élevant à 1,5 milliards d'euros](#). Le marché se montre au départ [assez septique](#) mais 9 mois plus tard, le groupe annonce être en avance sur le calendrier initial et décide de faire [passer le programme à « au moins 2,5 milliards d'euros »](#) d'ici le premier trimestre 2020.

Le management de Casino ne réduit pas le rythme et annonce, le 20 août 2019, que [2,1 milliards d'euros](#) de cession d'actifs ont déjà été signés et que le programme de cession d'actifs va être augmenté de 2 milliards d'euros supplémentaires pour atteindre 4,5 milliards d'euros au total.

Ce programme de cession d'actifs présente 3 intérêts pour Naouri :

- Rassurer les marchés sur la capacité de Casino à se désendetter et donc réduire les tensions sur le cours de bourse.
- Se laisser la possibilité d'allouer une partie de la trésorerie générée par ces cessions afin de réduire la dette de Rallye via le versement d'un dividende exceptionnel.
- [Décourager les vendeurs à découvert](#) en augmentant la probabilité de versement d'un dividende exceptionnel par Casino, ce qui obligerait ces derniers à rembourser l'éventuel dividende versé à leurs prêteurs.

c. Forcer la mise sous procédure de sauvegarde des holdings du groupe

Alors même que Rallye avait obtenu le refinancement de sa dette jusqu'en 2020 et qu'aucune échéance importante de dette ne le présageait, Rallye annonce [le 23 mai 2019](#) avoir demandé et obtenu la mise sous procédure de sauvegarde des 4 holdings de tête du groupe Casino : Rallye, Foncière Euris, Finatis et Euris.

La mise sous procédure de sauvegarde permet la suspension du paiement des dettes contractées avant la mise sous sauvegarde, soit [3,3 milliards d'euros pour les 4 holdings](#), et laisse jusqu'à 18 mois à la société de négocier un plan de sauvegarde avec ses créanciers.

Alors que la sollicitation d'une mise sous procédure de sauvegarde est généralement réalisée en dernier recours par les sociétés concernées et lorsqu'une échéance de dette est imminente, l'annonce de Rallye prend l'ensemble des acteurs de marché de cours. Dès le lendemain, [l'action Rallye s'effondre](#) (-61%) et l'action Casino elle flambe (+7%). En utilisant cette arme juridique, Naouri a donc réussi à décorréliser les titres Casino et Rallye sur laquelle les fonds activistes faisaient reposer une grande partie de leur stratégie.

Le piège s'est alors refermé sur les vendeurs à découvert, ces derniers n'ayant d'autre choix que de racheter des titres Casino à un prix plus élevé et ainsi enregistrer une perte sèche.

d. Encourager l'entrée de nouveaux alliés au capital de Casino

Les vendeurs à découvert prospèrent d'autant mieux que le capital de la cible est flottant car cela leur permet notamment de bénéficier de multiples sources de prêt de titres. Naouri a donc entrepris de consolider le capital de Casino au-delà de la participation de Rallye (52%) en obtenant [le soutien du milliardaire Daniel Kretinsky](#). Ce dernier a effectivement acquis 4,6% du capital de Casino en septembre 2019, investissement rapidement présenté comme [amical](#) par le management de la société.

L'investissement réalisé par Daniel Kretinsky n'est bien évidemment pas désintéressé, ce dernier lorgnait depuis un certain temps le secteur de la grande distribution et venait de voir son [OPA à 6 milliards d'euros](#) sur le distributeur allemand Metro, dont il est le premier actionnaire, échouer. Mais l'essentiel est ailleurs pour Naouri, cette arrivée au capital revêt un double intérêt : contribuer à la bonne tenue du cours de bourse mais également réduire le flottant disponible et accroître par conséquent le coût d'une vente à découvert pour les fonds qui souhaiteraient toujours parier sur une baisse du titre Casino. Selon des opérateurs de

marché, les coûts d'emprunt sont subitement [passés de 20% à 50%](#) grevant d'autant la rentabilité de ce type de montage.

e. Conclure une alliance de circonstance avec un hedge fund

La mise sous procédure de sauvegarde de Rallye a provoqué une chute importante du cours de bourse de la société combinée à une chute de la valeur de sa dette. Certaines banques souhaitant limiter leur exposition au groupe Casino ont donc décidé de céder une partie de ces créances à une valeur bien inférieure au nominal. Parmi les acquéreurs, le hedge fund Anchorage Capital se trouverait en bonne position, ce dernier [aurait acquis des créances](#) à environ 60% du nominal, pariant sur une amélioration de la situation financière de Rallye.

Casino a profité de cette position prise par Anchorage Capital pour convaincre ces derniers de souscrire une part importante du refinancement en cours de Casino. Les arguments de Casino pour convaincre ce hedge fund ? Une rémunération attractive de l'ordre de 5 à 6%, une garantie sur les actifs immobiliers historiques du groupe ainsi que l'impact positif que ce refinancement aura sur la capacité de Rallye à tenir ses propres engagements financiers et ainsi augmenter la valeur de la créance détenue par Anchorage Capital.

f. Sécuriser le refinancement de Casino

Cette étape constitue la clé de voûte de la stratégie mise en place par Naouri. Prenant là encore les marchés par surprise, Casino annonce le 22 octobre 2019 le lancement d'une opération importante de refinancement alors même que les prochaines échéances importantes de dette n'étaient attendues que pour 2020.

Fort notamment du soutien d'Anchorage Capital, Casino annonce, le 7 novembre 2019, que l'opération a été un succès, les conditions offertes et les garanties proposées ayant permis à Casino d'obtenir une [sursouscription](#) et ainsi porter le montant total de dette refinancé à [1,8 milliards d'euros](#) contre 1,5 milliards prévus initialement.

4. Une victoire de haute lutte pour Naouri mais à quel prix ?

Après avoir mis en place une stratégie visant à asphyxier les vendeurs à découvert et réussi le refinancement de Casino le 7 novembre dernier, il semble que Naouri ait remporté son pari. Les ventes à découvert ont effectivement fortement diminué et le cours de bourse de Casino a repris des couleurs pour atteindre un plus haut depuis près de 2 ans à 48,36 euros le 8 novembre dernier.

Force est néanmoins de constater que cette guérilla économique ne s'est pas faite sans dommages collatéraux :

- Les 4 holdings de contrôle sont sous une procédure de sauvegarde dont personne ne connaît l'issue, le risque de voir les créanciers prendre le contrôle de Rallye et par voie de conséquence de Casino n'est clairement pas exclu.
- Le groupe a été contraint de s'engager sur un important programme de cession d'actifs, dont certains ont été considérés il y a encore peu comme stratégiques et d'autres cédés dans un contexte d'urgence ne permettant pas d'optimiser leur valeur de sortie.
- Le refinancement a été réalisé de manière contrainte et à des conditions financières très défavorables qui pèseront sur les marges de Casino.
- La conclusion d'alliances de circonstance a propulsé un nouvel investisseur au capital de Casino, Daniel Kretinsky. Les intentions de ce dernier apparaissent encore floues, certains lui prêtant des vues sur tout ou partie des [actifs de Casino](#).

- Alors que la stratégie de Muddy Waters reposait sur une communication large en adoptant la position d'un « lanceur d'alerte », la communication grand public de Casino s'est limitée à la diffusion de communiqués de presse circonstanciés mais lapidaires alors même qu'elle aurait pu créer une réelle mobilisation autour du groupe. A contrario, l'image de Casino ressort plutôt écornée, notamment suite aux pratiques dénoncées par Muddy Waters et le Wall Street Journal.

Au vu des différents événements ayant impacté la société Casino ces 4 dernières années, nul ne peut contester la combativité dont a fait preuve Jean-Charles Naouri même si les méthodes employées peuvent être contestables. Cette combativité s'explique notamment par son statut de premier actionnaire de la société. Qu'en aurait-il été si le management n'avait pas été propriétaire ? Quelle en aurait été l'issue si la cible avait été Carrefour, dont le capital est autrement plus dilué (les 3 actionnaires de référence [détenient 29% du capital](#)) ? Il convient par conséquent de prendre comme référence le cas d'école Casino afin de s'interroger sur les moyens à disposition des dirigeants de grandes entreprises afin de se défendre lors d'attaques émanant de vendeurs à découvert, sans cela, d'autres sociétés françaises, certainement moins bien armées, risquent d'en faire les frais.

Rachid Laaraj