



PAR TRISTAN GASTON-BRETON

Carl Icahn : un raider à l'assaut de la TWA

Une opportunité en or : à Los Angeles en ce printemps 1985, Carl Icahn écoute avec attention les propos du directeur financier de la Trans World Airlines (TWA), venu au congrès des spécialistes des « junk bonds » - les fameuses « obligations pourries » - évoquer les perspectives de développement de la compagnie aérienne. Homme de chiffres, le patron du fonds activiste qui porte son nom n'a pas été long à repérer les forces et les faiblesses de l'entreprise : si son activité génère des flux de trésorerie très importants, sa valeur est très largement sous-évaluée et son capital très dispersé. Une cible idéale, en somme, pour ce « raider » à la notoriété déjà bien établie...

A presque 50 ans - il est né en 1936 à New-York -, Carl Icahn est alors une figure dans le monde très fermé des « action-

naires activistes » - ainsi se considère t-il lui-même. Sa fortune, il l'a bâtie en tirant pleinement partie des junk bonds, ces obligations spéculatives à haut risque inventées en 1973 par le banquier et homme d'affaires Michael Milken. Responsable de la branche investissement de la banque Drexel Burnham Lambert, ce dernier avait créé un produit financier devant permettre aux PME américaines, dont les capacités d'endettement étaient limitées, d'accéder au crédit bancaire à des taux d'intérêt très élevés, 20% en moyenne ! Le succès avait été immédiat. Très vite cependant, les obligations à haut rendement avaient été utilisées pour lancer des OPA hostiles sur des entreprises sous-évaluées : le raider empruntait de l'argent grâce aux junk bonds, rachetait la société puis, pour rembourser son crédit, la démantelait par appartements, ne conservant que les actifs les plus inté-



ressants ou les plus profitables. Le système allait faire les beaux jours des « golden boys » et de Carl Icahn...

Lorsqu'il commence à s'intéresser à la TWA, cela fait dix ans que Carl Icahn a créé son propre fonds. Issu d'une famille juive du quartier de Queens à New-York, fils unique d'une institutrice et d'un chanteur de synagogue, il a étudié la philosophie à Princeton puis la médecine à l'université de New-York. Mais, dégoûté par le sang, il a renoncé à une carrière de chirurgien pour devenir trader au sein d'une firme new-yorkaise. « Je veux gagner beaucoup d'argent » s'est-il d'emblée promis. Et de fait, il en gagne beaucoup en 1961 alors que les marchés boursiers sont au plus haut...avant de tout perdre un an plus tard lorsque ces mêmes marchés s'effondrent subitement. Obligé de retourner vivre chez ses parents, Carl Icahn en tire une leçon qu'il ne devait jamais oublier : pour faire fortune à Wall Street, il ne faut pas « faire comme tout le monde » et se contenter d'acheter et de vendre des actions. Il faut identifier une niche et s'y tenir. Les options : telle est la niche que choisit Carl Icahn. Les spécialistes de ces produits dérivés qui reposent sur un contrat entre un vendeur et un acheteur - celui-ci ayant le droit d'acheter ou de vendre un

à prix et dans des délais fixés à l'avance - sont alors peu nombreux. Carl Icahn s'y fait rapidement un nom dans les années 1960. Il se distingue par ses pratiques, très différentes de celles en vigueur chez ses concurrents : alors que ceux-ci se gardent de communiquer à leurs clients les commissions qu'ils appliquent sur le négoce des options, ce qui autorise toutes sortes de dérives, lui affiche dès le départ la couleur et joue la carte de la modération. Il y gagne de solides inimitiés dans la profession mais aussi de très nombreux clients. En l'espace de dix ans, Carl Icahn se bâtit ainsi une confortable fortune. Jusqu'à ce jour où, en quête d'opérations plus juteuses, il décide de s'intéresser à nouveau aux marchés actions. Créée en 1968, Icahn & Company est au départ un fonds d'investissements comme un autre. Son positionnement change radicalement en 1975. Entre-temps, il y a eu Michael Milken et le lancement des junk bonds dont Icahn a tout de suite vu l'intérêt. Le « manifeste » qu'il adresse cette année-là à la presse et aux milieux économiques ne laisse aucun doute sur ses intentions : « Beaucoup d'entreprises sont sous-évaluées, écrit-il. Notre conviction est que de gros profits peuvent être faits en acquérant de substantielles participations dans ces sociétés et en prenant le



contrôle de leur destinée. Cet objectif peut-être atteint soit en obligeant le management à vendre l'affaire, soit en engageant contre lui des batailles de procuration pour contester ses décisions. » « Dans le business, la fin justifie les moyens », estime en privé Icahn qui avoue également n'éprouver aucun intérêt pour les traditions d'une entreprise, ses métiers...et son personnel ! En ce milieu des années 1970, l'investisseur est sur le point de devenir un redoutable raider...

Ses premières armes, Icahn les fait avec une firme familiale d'investissements immobiliers de Chicago, Baird & Warner. Son PDG, un notable respecté de tous, ne voit rien venir. En l'espace de quelques mois, le raider prend une participation dans l'entreprise, obtient un siège au conseil d'administration, conteste le manque de dynamisme du management, se gagne une partie des administrateurs en leur faisant miroiter des très belles-values avant... de se faire nommer PDG ! L'affaire est ensuite débitée par morceaux, Icahn engrangeant dans l'opération plusieurs centaines de milliers de dollars. Du bel ouvrage, qui fait beaucoup jaser à Chicago et qui contribue à attirer l'attention sur ce disciple de Michael Milken. Entre 1979 et 1985, une dizaine

d'autres entreprises subissent ainsi les attaques de son fonds. Et lorsqu'en 1985 il repère la TWA, il ne s'agit à ses yeux que d'une opportunité de plus. Très médiatisée, la bataille pour le contrôle de la compagnie aérienne va en fait s'avérer beaucoup plus rude que prévu et marquer un tournant dans la carrière du raider...

Sur le coup, le management de la TWA est pris de court. De retour de Los Angeles, Carl Icahn a en effet étudié dans le détail la situation de la compagnie. Il sait que son capital est dispersé, qu'il n'existe pas d'autocontrôle, que l'entreprise perd de l'argent et qu'une OPA ne devrait pas, dans ces conditions, être très compliquée. Il sait aussi, pour avoir lu quantité de rapports, qu'elle exploite trop de lignes intérieures et que la suppression d'un certain nombre de liaisons améliorerait fortement sa situation financière. Il sait enfin - et ce n'est pas anodin, comme la suite allait le montrer -, que la TWA est sur le point de négocier avec les syndicats la mise au point d'un nouveau contrat de travail moins avantageux avec l'objectif de faire de substantielles économies. Fort de ces informations et en endettant sa propre entreprise, Icahn achète massivement des actions en bourse, jusqu'à détenir 25% du



capital de l'entreprise. Son objectif est clair : mettre la main sur les 400 millions de dollars de trésorerie de l'entreprise, tailler dans les coûts et revendre la société à un ou plusieurs de ses concurrents. Tenue au bar de l'Hôtel Waldorf Astoria de New-York en mai 1985, la première entrevue entre le PDG de la TWA et Carl Icahn est orageuse. D'emblée, les deux hommes éprouvent l'un pour l'autre une égale détestation. Ed Meyer, le dirigeant de la compagnie, ne veut rien avoir affaire avec ce raider venu de la « jungle de Manhattan ». Il trouve ridicules ses professions de foi romantiques sur l'aviation et son amour subit pour la TWA, jadis propriété du magnat du cinéma Howard Hughes. Quant au vague projet évoqué sans conviction par Icahn - fusionner l'entreprise avec une autre compagnie aérienne -, il n'y croit pas une seconde ! Le raider, de son côté, n'a aucune estime pour son interlocuteur qui incarne le management à l'ancienne. Fin mai 1985, décidé à l'emporter, il adresse au conseil d'administration de la TWA une lettre offrant 18 dollars par action, soit 7 dollars de plus que le cours du moment. Une proposition dont il n' imagine pas un instant qu'elle puisse être refusée...

Elle l'est pourtant, et même à l'unanimité. Au sein de la compagnie, l'heure de la contre-attaque a sonné ! N'ayant aucun doute sur les intentions du raider, le management s'emploie d'abord à discréditer Icahn auprès du Congrès des Etats-Unis et du ministère des Transports. Objectif : obtenir une disposition législative interdisant à un non-professionnel de prendre le contrôle d'une compagnie aérienne. Auditionnées en commission, les deux parties ont beau jeu de faire valoir leurs arguments : la survie de la compagnie et le maintien des liaisons d'un côté, l'amélioration de la situation financière de l'entreprise de l'autre. A ce jeu-là, Carl Icahn se révèle le plus habile : chiffres à l'appui, il parvient en effet à attirer l'attention des membres de la commission sur la gestion plus que médiocre de la TWA et à se présenter comme le seul garant de son avenir. Avec succès : au début de l'été, malgré tous ses efforts, la TWA est déboutée de sa demande. Pour contrer l'offensive d'Icahn, le management décide alors de faire appel à un « chevalier blanc »...

Son nom : Frank Lorenzo. Né en 1940, cet homme d'affaires s'est lancé très tôt dans le transport aérien, créant sa propre compagnie avant de racheter



dans les années 1970 Texas International Airlines puis Continental Airlines. Décidé à devenir incontournable dans le transport aérien, il est prêt à payer 20 dollars par action et à fusionner la TWA avec sa propre compagnie. Mais le temps presse ! Les semaines passant, Icahn a ramassé plus de 40% des actions et est désormais prêt à payer 21 dollars par titre pour prendre le contrôle de la totalité du capital. Pour le contrer, Frank Lorenzo décide alors de porter son offre à 23 dollars...

Dans les derniers mois de l'année 1985, Carl Icahn a déjà atteint l'un des objectifs de son manifeste de 1975 : l'intervention d'un chevalier blanc a provoqué une hausse très sensible du cours de l'action, l'assurant d'une confortable plus-value - 80 millions de dollars - en cas de revente. Le raider affirme d'ailleurs haut et fort qu'il est disposé à vendre son paquet de titres à son concurrent. Mais à une condition : que celui-ci accepte de verser un surcroît de 9 millions de dollars. Un « prix de la paix » que Frank Lorenzo se refuse absolument à payer. Coup de bluff ? Assurément. Carl Icahn n'a en fait aucunement l'intention de vendre et sait pertinemment que son concurrent refusera de verser une telle somme. Tout en feignant de négocier avec son

concurrent, il a pris contact avec les syndicats de la TWA. Or ceux-ci n'ont aucune envie de passer sous la coupe de Frank Lorenzo, réputé pour ses positions dures en matière sociale et son hostilité envers les syndicats. Une étrange alliance se noue ainsi entre le raider et le personnel de la TWA. Les ennemis de mes ennemis sont mes amis... Tirant partie des négociations en cours avec la direction, Icahn arrache de précieuses concessions aux syndicats tout en leur garantissant un statut bien plus favorable que celui en vigueur au sein de la Texas International Airlines. Les promesses n'engagent que ceux qui les croient... Il est vrai que le raider a usé ses interlocuteurs, organisant des séances de négociation à partir de 20 heures et ne s'y présentant lui-même que vers 23 heures ou minuit, frais et dispo...

C'est ainsi qu'à la fin de l'année 1985, confronté à l'hostilité du personnel et au bloc de 45% détenu par Icahn, Frank Lorenzo jette l'éponge, revendant ses parts pour 26 dollars. Le jeu en vaut la chandelle. Après avoir taillé dans les coûts, réduit les effectifs, imposé un nouveau contrat de travail - ce qui provoque des grèves en série - et supprimé des liaisons aériennes, Carl Icahn sort TWA de la cote : l'opération lui rapporte près de 500 millions de dollars. Puis vient le temps des cessions.



L'entreprise ne s'en relèvera pas : la TWA dépose son bilan 1993. Elle allait fusionner avec American Airlines en 2001. A cette date, cela fait longtemps déjà qu'Icahn est parti à l'assaut de nouvelles entreprises. La bataille avec Frank Lorenzo l'a rendu tellement célèbre que le réalisateur Oliver Stone s'en est inspiré pour le personnage principal de son film Wall Street, sorti en 1987. « Le rôle des actionnaires actifs est de bousculer l'immobilisme des dirigeants » fait-il dire à Gordon Gekko, incarné par Michael Douglas. Le vrai Icahn n'eût pas dit mieux...

Tristan GASTON-BRETON,
Historien d'entreprises
tgastonbreton@elzear.com