

L'activisme actionnarial

Surpasser les craintes françaises pour en faire une force !

Synthèse

Barbares aux portes des entreprises, maître-chanteurs, destructeurs de valeurs de long-terme, meute de loups, côté obscur de la force, ou encore prédateurs financiers sont autant de surnoms donnés, aujourd'hui, à certains actionnaires minoritaires qui, parce qu'ils ne sont pas d'accord avec l'équilibre régnant dans une société appartenant à leur portefeuille, donnent de la voix pour faire bouger les lignes au sein de celle-ci.

Considéré comme l'axe du mal par ses détracteurs, l'actionnaire activiste n'est rien d'autre qu'un contre-pouvoir qui utilise ses droits, particulièrement craint en raison de sa seule visibilité à travers des pratiques douteuses, et des velléités effectivement destructrices de valeur de certains acteurs. Il serait injuste de pénaliser tout un mouvement croissant d'engagement actionnarial, se transformant progressivement, et pouvant aider les entreprises à prospérer. Et ce, d'autant plus que de nombreux fonds s'intéressent dorénavant aux sujets environnementaux et sociétaux.

L'activisme actionnarial introduit une discipline de marché salutaire permettant à la fois, pour les entreprises, de conserver la confiance des investisseurs et de prospérer avec la meilleure gouvernance possible. L'activisme s'appuie sur une lacune identifiée au sein de l'entreprise. Il propose, ainsi, une vision que les autres parties concernées doivent pouvoir accepter ou refuser, en particulier quant à la capacité de celle-ci à créer de la valeur à long-terme.

La France a tout à la fois besoin d'entreprises françaises responsables, à la gouvernance exemplaire, et d'investisseurs s'engageant activement dans le développement de ces dernières. Si la puissance publique n'a pas à trancher entre les doléances des activistes ou du management, elle doit pouvoir faire confiance à des acteurs responsables qui s'entre-arbitrent. Et ainsi fournir un cadre orienté vers le long-terme, une bonne gouvernance et un dialogue actionnaire-émetteur efficient, seuls protecteurs contre un activisme opportuniste ! Les cinq propositions faites vont dans ce sens.

- ***Proposition 1 : Ouvrir, sous le contrôle transitoire de l'État si nécessaire, une consultation de Place pour améliorer les règles de rédaction et d'application du code de bonne gouvernance des entreprises françaises.***
- ***Proposition 2 : Sur la base du Investor Forum britannique, créer un organe, issu de la consultation, permettant le dialogue et l'implication collective des investisseurs individuels et institutionnels.***
- ***Proposition 3 : Étendre les droits réservés aux actionnaires au nominatif, aux actionnaires au porteur, en particulier les droits de vote double.***
- ***Proposition 4 : Promouvoir l'épargne salariale, tout en s'assurant de son libre-arbitre, et de son indépendance vis-à-vis du management.***
- ***Proposition 5 : Faire des administrateurs-salariés un véritable atout de gouvernance des entreprises françaises.***

**Thibaud
Frossard**
Ingénieur des
Mines

**Clément
Jakymiw**
Ingénieur des
Mines

Avril 2018

Sommaire de la note

INTRODUCTION	3
1. L'activisme actionnarial est un phénomène légitime, mais méconnu	3
1.1 L'engagement actionnarial est légitime, mais gêne car il peut perturber un équilibre en place	3
1.2 L'activisme actionnarial, forme ultime de l'engagement, a un rôle à jouer dans l'écosystème	4
1.3 Le mythe du hedge fund, activiste, américain et vautour, doit être reconsidéré	5
2. L'activisme actionnarial est un phénomène mouvant aux stratégies et modes opératoires divers	6
2.1 Ne parlons plus d'activisme mais d'activismes !	6
2.2 L'activisme n'a pas vocation à amener à un conflit ouvert	9
2.3 Le droit offre une véritable boîte à outils à l'activiste pour opérer ces transformations	9
3. De nouveaux arbitres et joueurs vont prendre place sur le terrain de l'engagement actionnarial	11
3.1 L'intérêt pour l'ESG va démultiplier l'importance de l'engagement actionnarial.	11
3.2 Les fonds passifs vont redoubler d'effort dans l'engagement actionnarial	12
4. L'activisme actionnarial n'est un problème que dans un écosystème non préparé	12
4.1 Malgré des disparités et des transformations, l'écosystème français commence à prendre en main les enjeux activistes	12
4.2 L'État se doit d'orienter l'écosystème dans la bonne direction et réparer les potentielles failles de marché	13
4.3 La place française doit tirer profit du débat sur la bonne gouvernance pour être la plus attractive possible	14
4.4 Les entreprises françaises doivent renouer avec le partage de la valeur et faire émerger de nouveaux contre-pouvoirs	15

INTRODUCTION

“*I am not a destroyer of companies. I am a liberator of them!*”. C’est par ces mots que le financier *Gordon Gekko*, personnage fictif du film culte *Wall Street*¹ se décrit lors de l’assemblée générale d’une des sociétés de son portefeuille. L’activiste reproche à celle-ci de ne pas être performante, en raison de sa mauvaise gouvernance. L’intérêt des actionnaires s’en trouve dès lors bafoué. Reprenant l’exemple des succès industriels portés par les *Carnegies* et les *Mellons*, *Gekko* voit dans l’alignement des intérêts de la gouvernance et de l’actionnariat, l’atout-clef d’une entreprise performante. Ce qui n’est visiblement pas le cas dans cette entreprise fictive, dans laquelle la quantité impressionnante de ‘vice-présidents’ aux métiers abscons et aux frais généraux colossaux, est pilotée par un dirigeant qui ne possède aucune part. Le discours aux accents de vérité, incisif mais parfois violent de *Gordon Gekko* témoigne du risque de rupture réelle qui existe **entre une société et ses actionnaires**. En choisissant d’**user de ses droits d’actionnaire**, *Gekko* perturbe un ordre établi pour des motivations purement financières, mais assumées, comme en témoigne la désormais célèbre formule : “*Greed, for lack of a better world, is good*”. Même si le scénario proposé par *Gekko* est sans doute estimable, il résulte de cette scène une vision extrêmement négative de l’activiste où ce dernier semble n’être qu’un barbare, obsédé par le pillage d’entreprises à bout de souffle. Sentiment encore renforcé quand on connaît les méthodes utilisées par le personnage dans le reste du film !

Barbares aux portes des entreprises, maître-chanteurs, destructeurs de valeurs de long-terme, meutes de loups, côté obscur de la force, ou encore prédateurs financiers sont autant de surnoms donnés, aujourd’hui, à ces actionnaires qui, par leur implication, et la publicité donnée à celle-ci, dérangent. L’actionnaire activiste de cette seconde décennie du XXIème siècle demeure, dans l’imaginaire collectif, le *Gordon Gekko* des années 1980. Dès lors, si le débat autour des bienfaits ou des méfaits de

l’activisme ne semble pas tranché dans la communauté scientifique, **un sentiment de crainte progresse en France à mesure que les cas d’engagement actionnarial se multiplient**. À ce titre, les récentes affaires concernant de grands noms français, SoLocal, Danone, Safran, Casino, Fnac-Darty ou encore Carrefour suscitent des réactions, certes caricaturales², mais, à juste titre révélatrices d’un malaise quant au rôle de chacune des parties prenantes - *stakeholders* - de l’entreprise. Le débat actuel sur le statut même de l’entreprise en est le signal fort. La place de l’actionnaire, et ainsi du capital, dans l’entreprise apparaît comme de plus en plus contestée. Dans ce contexte, la place de l’engagement actionnarial et son impact sur la gouvernance d’entreprise mérite d’être questionnée. Peut-il être un levier pour améliorer la gouvernance de l’entreprise ? Peut-il avoir un impact positif sur la société dans son ensemble ? La puissance publique doit-elle l’interdire, le réguler ou l’assimiler ?

1. L’activisme actionnarial est un phénomène légitime, mais méconnu

1.1 L’engagement actionnarial est légitime, mais gêne car il peut perturber un équilibre en place

Dans un monde théorique, les intérêts des divers agents prenant part à “l’écosystème entreprise” sont alignés. À l’origine de la gestion d’une société tel que nous la connaissons, l’actionnaire confie son capital à un management qui veille à l’utiliser pour garantir la bonne performance économique et financière de l’entreprise, tout en garantissant l’épanouissement des salariés, et un alignement certain avec les autres parties prenantes (fournisseurs, collectivités, ...). Sous une forme ou une autre, un organe d’administration³ est mandaté⁴ par les actionnaires pour assurer le suivi des choix stratégiques de la société. Dans la réalité, les intérêts de chacun de ses agents peuvent bien entendu diverger.

¹ Oliver Stone, *Wall Street*, 1987.

² Voir à ce titre les surnoms donnés aux activistes dans les médias en début de paragraphe

³ A titre d’exemple : Conseil d’Administration et Conseil de Surveillance, qui ne seront pas distingués par la suite.

⁴ A l’exception du cas particulier des administrateurs-salariés

L'engagement actionnarial naît d'une incompréhension, d'un manque de confiance, ou d'un désalignement notable entre les demandes de certains actionnaires et les stratégies en cours au sein de la société. C'est précisément ce désaccord, qu'il attribue à la séparation entre la possession du capital et son usage au quotidien, que pointe Gordon Gekko dans l'exemple introductif. En pratique, les causes de la divergence peuvent être nombreuses : management souhaitant étendre l'entreprise par fusion externe irrationnellement, organes d'administration inféodées au management et n'effectuant plus leur rôle de mandant de l'actionnariat, etc. L'existence de ce désalignement n'est pas une idée nouvelle, il était déjà souligné par Adam Smith en 1776 dans son ouvrage *De la Richesse des Nations*⁵. Les travaux de Jensen et Meckling en 1976 sur la théorie de l'agence⁶ fourniront un cadre théorique de référence explicatif de ce désalignement.

Le juste équilibre des pouvoirs au sein de l'entreprise repose sur une double exigence de légitimité et d'efficacité. Il est légitime pour celui qui porte le risque de rester maître de la décision. À ce titre, l'actionnaire qui porte le risque financier est l'un - et non l'unique - des détenteurs légitimes du pouvoir. Face à une entreprise non-performante faisant peser un risque sur le capital investi, l'actionnaire a toute légitimité à intervenir. Pour diversifier son investissement, l'actionnaire possède en général de multiples lignes dans son portefeuille, ce qui ne lui permet pas d'être le pilote unique ou direct de l'entreprise. Pour des raisons d'efficacité, l'actionnaire mandate un organe de contrôle et délègue l'avenir de son capital - et donc sa confiance - à un management spécialiste du domaine.

L'engagement actionnarial remet en cause l'équilibre trouvé dans les sociétés. C'est par leur légitimité d'actionnaire que certains investisseurs interrogent l'efficacité de la gouvernance et de la stratégie en cours au sein de l'entreprise. Chaque

société possède un équilibre différent : la légitimité de l'actionnaire peut alors être plus ou moins communément acceptée. Dans les entreprises à capitalisme familial ou les entreprises en position de LBO par un fonds de *private equity*, l'implication actionnariale est en générale totale, et est l'une des causes d'efficacité. Dans les sociétés cotées au flottant important, en plus d'être parfois contesté, l'engagement actionnarial prend selon le type d'actionnaires diverses formes allant du non-existant (*vote with their feet*) à l'implication directe dans les choix stratégiques de la société (contrôle pour le majoritaire ou activisme actionnarial pour les minoritaires).

1.2 L'activisme actionnarial, forme extrême de l'engagement, a un rôle à jouer dans l'écosystème

Les actionnaires qualifiés d'activistes poussent l'engagement actionnarial dans les sociétés cotées à son paroxysme. L'activisme actionnarial est assimilé à tout comportement d'un actionnaire minoritaire qui vise à mettre en avant ou infléchir des manques présumés dans la stratégie d'une société cotée. L'activisme actionnarial ne doit en particulier pas être confondu avec les *raiders* réalisant des OPAs hostiles ou des prises de contrôle rampantes. C'est parce que les activistes bouleversent l'équilibre qu'ils sont pointés du doigt. C'est parce qu'ils sont minoritaires, qu'ils seraient illégitimes. C'est, enfin, parce qu'ils auraient des intentions court-termistes, qu'ils nuiraient à l'efficacité de l'entreprise - comme le leur reproche d'ailleurs les organes d'administration⁷.

Pourtant, l'activisme actionnarial ne mérite pas d'être rejeté en bloc. Chaque cas est relativement unique et motivé par des raisons et des causes différentes. L'activisme actionnarial introduit une discipline de marché salutaire afin de conserver la confiance des investisseurs et permettre aux entreprises de prospérer avec la meilleure gouvernance possible. Comme il n'y a pas de fumée

⁵ "Les directeurs de ces sortes de compagnies (les sociétés par actions) étant les régisseurs de l'argent d'autrui plutôt que de leur propre argent, on ne peut guère s'attendre à ce qu'ils y apportent cette vigilance exacte et soignée que des associés apportent souvent dans le maniement de leurs fonds."

⁶ Jensen, M. C., Meckling, W. H. (1976). *Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure*. Journal of Financial Economics.

⁷ NYSE Governance Services / Evercore, Report (2016). *Shareholder activism survey*.

sans feu, l'activisme s'appuie sur une lacune dans la gestion de la société. Pour des enjeux de réputation, et afin de susciter la confiance des autres actionnaires dans le futur, l'activiste ne peut, en général, pas dénoncer sans fondement une société. **Il propose ainsi une vision que les autres parties concernées doivent pouvoir accepter ou refuser, en particulier quant à la capacité de celle-ci à créer de la valeur à long-terme.** Ne nous méprenons pas, l'activisme, peut, à terme, avoir des conséquences négatives pour une entreprise. Mais, ce n'est pas tant le principe que le cas particulier qui mériterait d'être dénoncé.

1.3 Le mythe du hedge fund, activiste, américain et vautour, doit être reconsidéré

Aujourd'hui, l'activisme actionnarial est majoritairement porté par des fonds d'investissement spécialisés, et se concentre dans le monde anglo-saxon. Le berceau historique de l'activisme se trouve en effet aux États-Unis. Déjà en 1926, Benjamin Graham - qui deviendra le mentor de Warren Buffet - se fit remarquer par ses demandes auprès de *Northern Pipeline*, faisant de lui l'un des pères-fondateurs du courant activiste⁸. Avec quelques 456 actions activistes en 2016, les États-Unis concentrent 60% des 758 cas mondiaux recensés. En comparaison des 271 actions menées en 2010, le nombre d'actions progresse en moyenne de 19,4% par an⁹. Cela s'explique par un effet volume : le nombre de fonds activistes purs croît, renforcé par la démocratisation de cette stratégie chez les fonds traditionnels. Les fonds levés par les activistes s'élèvent en 2016 à 176 Mds \$ après un record en 2015 à 197 Mds \$¹⁰.

L'Europe n'est pas en reste et l'activisme n'est plus seulement américain. Après une forte chute à la suite de la crise financière, on dénombre désormais 97 actions sur des entreprises européennes en 2016, soit une augmentation de 64% par rapport aux 59 cas de 2013¹¹. Par sa proximité avec les États-Unis, le Royaume-Uni demeure la principale cible avec près de la moitié des actions en 2016¹². La France avec 7 actions en 2016 arrive 4ème derrière l'Italie - 12 - et l'Allemagne - 9. Cet attrait pour le marché européen s'explique par la saturation du marché américain devenu trop petit pour l'ensemble des fonds y étant actifs¹³. Il tient aussi à la création et à la maturation de fonds européens spécialisés dans l'activisme, à l'image du suédois Cevian Capital, du britannique The Children's Investment Fund ou encore du français CI-AM. De plus, la conjoncture économique européenne, en particulier la bonne dynamique des fusions-acquisitions¹⁴, attire l'intérêt des fonds activistes. **Au sein de l'écosystème actionnarial, leur image publique tend à s'améliorer,** sous l'effet conjoint de personnalités influentes, de grandes réussites boursières et de retours nets de certains fonds activistes parmi les plus élevés¹⁵.

Néanmoins, une certaine confusion et des mythes bien ancrés dans les esprits font des activistes, des vautours. Pourtant, aucune étude scientifique prônant cette vérité ne semble faire consensus. En l'état, il n'est pas possible de trancher sur leurs bienfaits ou méfaits dans la maximisation de l'utilité collective. Pour tenter de répondre à ces interrogations, la recherche s'organise et offre deux modes d'analyse. Un premier courant de pensée, poussé par John Coffee¹⁶, cherche à comprendre l'origine du phénomène et s'intéresse aux processus. Ainsi, il tente d'expliquer les mécanismes d'actions

⁸ Gramm, J. (2016). *Dear chairman, boardroom battles and the rise of shareholder activism*. Pour une description précise de ce cas, voir p. 1-20.

⁹ Activist Insight (2017). *The activist investing annual review*.

¹⁰ Activist Insight (2017). *The activist investing annual review*.

¹¹ Activist Insight (2017). *Activist investing in Europe: a special report*.

¹² Activist Insight (2017). *The activist investing annual review*.

¹³ JP Morgan (2014). *Knocking on the door – Shareholder activism in Europe: Five things you need to know*.

¹⁴ Fontanella-Khan, J., Weinland, D., Massoudi, A. (2017). *Europe's revival boosts dealmaking*. Financial Times.

¹⁵ Le rapport Preqin Quaterly Update donne un retour net annuel de 16,5% sur la période Q2-2016 à Q2-2017 et un retour de 6,6% de retour net annuel en moyenne sur 3 ans. D'après Activist Insight (2017), *The activist investing annual review*, le fonds Elliott aurait réalisé un *average annual follower return* de 26,3% en 2016.

¹⁶ Coffee, J. C., Palia, D. (2015). *The Wolf at the door: the impact of hedge fund activism on corporate governance*. Working paper No. 521.

et d'alliances à partir de l'analyse de l'écosystème. Un second courant de pensée, promu quant à lui par Lucian Bebchuk¹⁷, cherche à rassembler des preuves empiriques solides (2000 cas entre 1994 et 2007) pour statuer sur l'impact court-termiste ou non des actions activistes. Ces travaux démontrent un impact financier positif sur le court terme (40 jours - par effet d'annonce principalement) des actions activistes. Sur le long terme (5 ans), l'étude souligne l'absence d'impact financier significatif des actions activistes. On peut cependant s'interroger sur la spécificité d'un terrain américain davantage résilient en comparaison de l'Europe. Michel Albouy¹⁸ souligne ainsi un impact positif, à court et long terme, sur les performances boursières et opérationnelles en Europe. Ces travaux sont néanmoins à considérer avec précaution, compte tenu de la base statistique limitée - 24 entreprises - et d'un marché européen aujourd'hui sous-saturé, permettant une meilleure proportion d'opérations bénéfiques que ne le permettrait un marché saturé. Deux visions complémentaires tentent ainsi d'appréhender le phénomène activiste pour en chiffrer l'impact, en regardant les actions du passé, mais, aussi des pratiques d'action¹⁹ pour en anticiper les impacts. **Il est urgent que la recherche se penche sur les cas européens et français.** Les spécificités européennes, et *a fortiori* celles françaises, ne conduiront pas aux mêmes résultats qu'une recherche centrée sur le marché américain. Ce n'est qu'à cette condition que le débat sur les fonds activistes pourra véritablement progresser.

Faisons encore reculer le mythe, en soulignant que l'activisme actionnarial n'est pas que le fait de fonds activistes. Si l'activisme des fonds activistes est en général proactif, des actionnaires se sentant

mésestimés peuvent bien évidemment avoir recours à un activisme plus défensif. C'est précisément ce que fait l'ADAM - Association pour la Défense des Actionnaires Minoritaires. En 2017, elle a ainsi pris position dans trois nouvelles affaires dans lesquelles les actionnaires minoritaires auraient pu être lésés : Alstom & Siemens²⁰, Lagardère²¹ et Selectirente²². Depuis sa création en 1991, ses actions auront contribué à des gains de près de 2,82 Mds € pour les actionnaires lésés. Dans d'autres cas, les actionnaires individuels se mobilisent directement : ce fut le cas dans l'affaire SoLocal (ex-pages Jaunes). Les petits porteurs se regroupèrent entre autres au sein de l'association *ad-hoc* 'RegroupementPPLOCAL' qui compta jusqu'à 1700 membres. L'association reprochait à la direction de SoLocal d'avoir publié, en 2015, des comptes exagérément défaitistes, et d'avoir réalisé une mauvaise communication pour accélérer la chute du cours en bourse. L'objectif était, selon eux, d'amorcer un plan de restructuration financière, conduisant à des augmentations de capital extrêmement dilutives, pour rembourser les dettes contractées par le passé²³. Leur voix a été entendue au conseil d'administration, et la stratégie de la direction a été efficacement questionnée.

2. L'activisme actionnarial est un phénomène mouvant aux stratégies et modes opératoires divers

2.1 Ne parlons plus d'activisme mais d'activismes !

L'uniformité de l'activisme semble désormais contestable. Une typologie sommaire permet de prendre conscience de sa diversité. Comme cela a été déjà évoqué, chaque cas est unique, mais deux grands types d'activisme se dessinent : un activisme

¹⁷ Bebchuk, L. A., Brav, A., & Jiang, W. (2015). *The long-term effects of hedge fund activism* (No. w21227). National Bureau of Economic Research.

¹⁸ Albouy, M., Decante, C., Mauro, A., Studer, P. (2017). L'impact des actionnaires activistes sur les performances à court, moyen et long terme des entreprises européennes. Finance Contrôle et Stratégie.

¹⁹ Par exemple en analysant les actions de concert dites de type *wolf-pack* pour contrer les déclarations de seuil.

²⁰ Dans son agenda 2018, l'ADAM explique "avoir demandé à l'AMF (i) de faire toute la transparence sur les contreparties éventuelles aux engagements pris par les parties et (ii) d'assortir l'octroi de la dérogation prévue à

la condition que soit vérifiée et respectée l'égalité de traitement des actionnaires".

²¹ Dans son agenda 2018, l'ADAM estime qu'il y aurait "des conflits d'intérêts entre une société et ses dirigeants et/ou actionnaires endettés à titre personnel".

²² En association avec Lafayette Pierre, le second actionnaire de Selectirente, l'ADAM a déposé six projets de résolutions portant sur les dividendes émis par la société et la transformation de la gouvernance.

²³ Les quelques leçons du dossier SoLocal Group en matière de droits des actionnaires minoritaires, 20/10/2016, Les Echos.

event-driven, et un activisme constructif, constructivism.

L'activisme *event-driven* cherche à tirer parti d'un événement spécifique. L'objectif pour l'activiste est d'anticiper et d'exploiter les fluctuations de la valeur boursière au cours d'un épisode-clef de la vie d'une entreprise. Cet activisme est plutôt court-termisme dans le sens où il n'a pas vocation à durer au-delà du temps de l'événement. L'événement peut toutefois s'étendre dans le temps et l'action s'étendre sur plusieurs années. L'activiste peut agir seul, et n'a pas toujours besoin du soutien d'autres actionnaires.

On retrouve cette première famille d'activisme dans le cadre des opérations de fusions et acquisitions (M&A). L'arbitrage M&A n'est pas le propre des actionnaires activistes. Par exemple, il est courant en cas de M&A de parier à la baisse sur le titre acquéreur (doute sur les synergies) et à la hausse sur le titre racheté (surenchère par un autre acheteur). A l'annonce de la fusion, un investisseur classique se contente d'arbitrer les prix de manière passive, et ne prend pas part aux discussions. L'activisme actionnarial va plus loin, en tentant d'obtenir un prix de rachat plus important, et utilise ses droits d'actionnaires ainsi que sa voix pour bloquer le bon déroulement de l'opération. On parle alors de *bumpitrag*e. On retrouve des stratégies similaires dans les cas de décote d'entreprises pour lesquels l'actionnaire choisit de paralyser le *squeeze-out* d'une entreprise. Ce fut le cas dans le rachat par Cinven de Camaïeu en 2011. Le fonds Boussard & Gavaudan a bloqué, pendant plusieurs années, la décote du groupe, cédant ses parts à 214,45 € par action (+ 40 % de la valeur moyenne du cours sur six mois)²⁴.

Plus simplement, une information donnée au marché peut avoir de fortes influences sur le cours, et constituer un événement-clef dans la vie de la société. Certains fonds activistes, spécialisés dans la recherche, utilisent leurs capacités d'analyses pour dénicher des informations critiques sur les

entreprises. Il parie alors à la hausse (achat) ou à la baisse (*short-selling*) sur le cours, avant de donner l'information au marché. En décembre 2015, Muddy Waters publia ainsi une lettre dénonçant les pratiques comptables du groupe Casino tout en pariant sur la baisse du cours²⁵. Parfois, la seule information de l'entrée, ou la sortie, d'un activiste au capital d'une société entraîne une hausse, ou une baisse, du cours. Et ce, d'autant plus que celui-ci est influent et transmet de l'information au marché. Ainsi, en 2013, les deux tweets de Carl Icahn dans lesquels il a annoncé sa position chez Apple ainsi qu'avoir discuté avec le DG Tim Cook, ont fait monter le cours d'Apple de 4,04%²⁶.

Bien d'autres opérations peuvent faire l'objet d'un activisme *event-driven*, au premier titre desquelles les rachats d'actions, la politique de dividendes, etc. C'est ici que la frontière entre l'activisme *event-driven* et l'activisme constructif est la plus ténue, car il peut être nécessaire de convaincre quelques autres investisseurs pour réaliser de telles opérations.

Un activiste constructif ne profite pas d'un événement pour arbitrer ou donner de l'information, il en est au contraire à l'origine. Pour être efficace, il faut en général convaincre d'autres actionnaires de l'intérêt de son action. Un discours en cohérence doit donc être proposé. En outre, quand une solution stratégique est proposée puis portée, il faut nécessairement un certain temps pour que les effets se ressentent. L'activisme constructif recherche, de ce fait, davantage le consensus et le travail collectif avec les autres actionnaires, dans une dynamique de moyen et long terme. Au sein de cette famille d'activisme, on peut distinguer en général trois grands types d'actions.

L'activiste peut proactivement proposer de **lancer des opérations d'acquisitions de filiales prometteuses ou des cessions d'actifs**. Les cessions d'actifs inquiètent tout spécialement les sociétés émettrices, en particulier si elles sont structurées en conglomérat. D'un côté, l'actionnaire insiste sur

²⁴ Les retraits de cote restent complexes à Paris, 16/06/2011, L'AGEFI.

²⁵ Un investisseur activiste fait chuter le cours de Casino, 18/12/2015, Le Monde.

²⁶ En deux tweets, Carl Icahn fait grimper l'action d'Apple de 4 %, 13/08/2013, Le Monde.

l'illégitimité du management à diversifier, en interne, son investissement, et préfère les *pure-players* qui tirent le meilleur parti de leur spécialisation²⁷. D'un autre côté, le management insiste, quant à lui, sur les synergies possibles, la capacité à maintenir des investissements en dépit de difficultés passagères²⁸, et une meilleure résilience face aux difficultés conjoncturelles²⁹. Du point de vue de la maximisation de l'utilité collective, il est difficile de trancher en faveur de l'une ou l'autre des deux parties. En effet, les deux modèles sont légitimes et offrent sur le marché des performances similaires³⁰. En somme, ces modèles ne sont pas opposés, mais bien complémentaires en fonction du secteur industriel et de la conjoncture économique. Le choix entre *pure-player* et conglomérat relève donc d'une orientation stratégique que les actionnaires peuvent questionner, et que le management doit justifier en soulignant les bénéfices d'une ou de l'autre des orientations.

Dans certains cas, la stratégie même de l'entreprise et sa performance opérationnelle sont contestées. Dès lors, l'activiste opère comme le ferait un cabinet de conseil, et, propose des solutions opérationnelles concrètes à des problématiques entraînant des sous-performances. Bill Ackman, CEO de *Pershing Square Capital*, agit dans cet objectif dans le débat qui l'oppose à la société ADP, un fournisseur américain de solutions d'externalisation professionnelles. L'activiste y dénonce un management s'appuyant sur les succès passés et une position de monopole. Ainsi, le groupe aurait raté le virage du numérique et du cloud, et se retrouverait sous-performant face à ses concurrents. Bill Ackman analyse les causes de cet échec et propose des solutions : concentration géographique des sites, travail sur le cloud et changement de gouvernance pour impulser un nouvel état d'esprit.

Il arrive que l'activiste juge la gouvernance d'entreprise inapte à porter la stratégie de long terme. Tant le travail que la capacité d'action du management ou des administrateurs peuvent être questionnés. Il peut être proposé de réformer un management qui n'est pas considéré à la hauteur, en demandant par exemple le départ du dirigeant ou de membres du Comité exécutif, ou encore en révisant la politique de rémunération du dirigeant pour créer les incitations nécessaires... Le PDG de Rexel - Rudy Provoost - a ainsi démissionné en juin 2016, son plan stratégique³¹ n'ayant pas convaincu ses actionnaires - parmi lesquels les fonds Cevian et Pardus - qui se sont exprimés par l'intermédiaire de leurs administrateurs. La position des administrateurs peut également être dénoncée si leurs compétences ou indépendance sont remises en cause. Si l'activiste peut demander un changement de gouvernance, il arrive même que l'activiste propose des administrateurs pouvant soit être indépendants, soit directement le relais du projet activiste au sein de l'organe d'administration. Faire ce choix entraîne des contraintes supplémentaires sur la liquidité du capital (suspicion de délit d'initié à la vente, ...), et est en général la preuve que l'activiste compte s'engager sur le long-terme dans la stratégie de l'entreprise. Récemment, Nelson Peltz, fondateur du fonds *Trian Partners*, est, par exemple, entré au conseil d'administration de Procter & Gamble.

Si cela n'est pas simple à objectiver par des chiffres³², l'activisme - a minima celui mené par les fonds - semble **opérer un transfert de sa dimension *event-driven* vers son penchant constructif** et se pare de méthodes moins agressives, réhabilitant quelque peu son image³³.

²⁷ John, K., Ofek, E. (1993). *Asset sales and increase in focus*. Journal of Financial Economics.

²⁸ Giroud, X., Mueller, H. M. (2015). *Capital and labour reallocation within firms*. The Journal of Finance.

²⁹ Maksimovic, V., Phillips, G. (2002). *Do conglomerate firms allocate resources inefficiently across industries? Theory and evidence*. The Journal of Finance.

³⁰ Schoar, A., (2002). *Effects of corporate diversification on productivity*. The Journal of Finance.

³¹ Bruno de Roulhac, Rexel se sépare de son PDG et dédouble sa gouvernance, 27/06/2017, l'AGEFI.

³² Une grande part des cas d'activisme actionnarial n'est pas connue car il s'effectue lors de dialogue en privé entre l'actionnaire et l'émetteur (cf. phase 2 du paragraphe 2.2).

³³ *Investing: activism enters the mainstream*, 14/02/2018, Financial Times.

2.2 L'activisme n'a pas vocation à amener à un conflit ouvert

Il demeure que l'activisme est contesté car il propose une vision différente d'une lacune dans l'entreprise. Pour parvenir à faire basculer la situation en sa faveur, **l'activiste peut user de plusieurs moyens de dialogues ou de pressions**. Ils vont des plus retenus (correspondances privées avec le conseil d'administration, discussions avec des membres du management, ...) aux plus belliqueux (prise de position dans les médias, résolutions dans les assemblées générales, ...).

Une action activiste suit en général un processus en quatre étapes. Il arrive bien sûr que des conflits se résolvent avant d'arriver à la dernière étape. De même, l'activiste, véritable maître du calendrier, peut choisir de sauter certaines étapes. Ce schéma peut être suivi par des activistes *event-driven* ou constructifs.

Dans la première phase, l'activiste se prépare. Cette phase peut durer plusieurs mois, voire plusieurs années. A cet effet, l'activiste analyse en détails une entreprise, la compare à ses principaux concurrents, réalise des entretiens avec d'anciens salariés, prend le pouls de ses théories auprès d'autres actionnaires ou d'agences en conseil de votes, ... C'est aussi à ce moment que l'activiste peut commencer à monter au capital de l'entreprise, s'il n'y était pas déjà présent (position latente ou activisme "défensif" à la suite d'une mauvaise décision). En pratique, l'activiste n'entre presque jamais dans une opération longue sans avoir recueilli d'abord le sentiment des autres investisseurs et leur soutien tacite.

Selon ses conclusions, l'activiste choisit ensuite d'entrer en discussion privée et confidentielle avec l'émetteur. Ces échanges peuvent avoir lieu lors d'événements propres à la communication actionnariale de la société (lors des *roadshows* par exemple), ou à la demande de l'activiste qui n'hésite

pas à prendre directement contact avec la société (lettres, mails, ...). De très nombreuses actions activistes s'arrêtent à ce moment³⁴, la société apportant une réponse adéquate.

Parfois, ce n'est pas le cas, et l'activiste pour obtenir gain de cause choisit de rendre public ses doléances. Toutes les sources d'informations sont utilisées. En plus d'user des médias traditionnels, les activistes recourent bien entendu au digital. Certains ouvrent des sites internet, et y publient l'ensemble de leurs échanges avec la société émettrice³⁵. D'autres utilisent les réseaux sociaux, à l'image de Twitter³⁶ ou de YouTube³⁷. En rendant le débat public, l'activiste souhaite exercer une pression supplémentaire sur la gouvernance de l'entreprise. Il espère aussi attirer auprès de lui d'autres investisseurs ou acteurs de l'écosystème sensibles à ses thèses.

Dans la quatrième et dernière phase, le conflit est ouvert. L'activiste peut provoquer un *proxy-contest*, - autrement dit une bataille de procurations - lors de l'Assemblée générale. Ce procédé peut, par exemple, être utilisé pour s'opposer à la nomination de certains administrateurs ou récupérer des sièges. Les *proxy-contest* ont marqué l'histoire de l'activisme, comme en témoigne le duel de 1954 entre Robert Young et William White pour le contrôle du New York Central, ancré dans les mémoires³⁸. Si la situation est insoluble de son point de vue, l'activiste peut choisir d'aller au contentieux contre certains acteurs de l'entreprise. Par exemple, dans le cas TCI - Safran, l'activiste a indiqué, dans une lettre, son souhait de déposer plainte individuellement contre les administrateurs³⁹.

2.3 Le droit offre une véritable boîte à outils à l'activiste pour opérer ces transformations

Dans ces quatre phases, l'activiste construit sa démarche en accord avec le cadre réglementaire.

³⁴ Lors de nos rencontres avec les acteurs de l'écosystème, le chiffre de 70% a été à maintes reprises évoqué sans que personne ne puisse fournir d'étude statistique précise.

³⁵ Voir par exemple le site www.astrongersafran.com sur le cas TCI - Safran mis en place par TCI.

³⁶ Carl Icahn a environ 350 000 abonnés sur Twitter.

³⁷ Voir à titre d'exemple, la vidéo de Bill Ackman dans l'affaire Pershing Square Management - ADP sur Youtube www.youtube.com/watch?v=7HYrnHJe3to&t=2447s.

³⁸ Gramm, J. (2016). *Dear chairman, boardroom battles and the rise of shareholder activism*. Pour une description précise de ce cas, voir p. 21-44.

³⁹ Lettre en date du 17 mars 2017 : *Letter to the board*.

En le respectant, l'activiste s'assure de la légalité de son action vis-à-vis de l'écosystème, mais surtout renforce sa crédibilité vis-à-vis des autres actionnaires qu'il doit potentiellement convaincre en *proxy-contest*.

L'évolution vers un activisme marqué peut être la conséquence d'un cadre légal favorisant de plus en plus l'implication actionnariale⁴⁰. L'activiste dispose d'un ensemble d'outils lui permettant de pousser le management à écouter ses messages⁴¹. Des textes législatifs (Code de commerce, Code monétaire et financier...) et des règles de droit souple - *soft law* - décrivent la gouvernance des entreprises cotées, et les droits et devoirs de chacune des parties constituantes. Le cadre réglementaire continue, par ailleurs, de progresser sur ses questions. En 2016, la loi Sapin II a rendu le *say-on-pay* contraignant et non plus consultatif. De même, la nouvelle directive européenne '*Droit des actionnaires*' de 2017 encourage les investisseurs institutionnels à s'engager sur le long-terme, à suivre les politiques de rémunérations (*say-on-pay*) et encadre davantage les *proxy-advisors*. **Tout peut être utilisé par un activiste.** Un vote négatif sur le *say-on-pay* ou les conventions réglementées permet d'attirer l'attention du management. La *soft law* peut aussi, et, dans une certaine mesure, être utilisée par un actionnaire. Les sociétés émettrices doivent⁴² suivre un code de référence (AFEP/MEDEF ou MiddleNext en France), et doivent se justifier de la non-application de certaines recommandations ('*comply or explain*'). Un code de gouvernance peut servir de base de dialogue. Si l'explication ne convient pas à un actionnaire, rien ne l'empêche de faire référence à un tel code dans ses demandes.

Les sociétés émettrices disposent, dans ces textes, d'outils qu'elles peuvent bien entendu utiliser comme un rempart⁴³. Les déclarations de seuils et

⁴⁰ De Beaufort, V. (2017). *Y a-t-il une montée de l'activisme en France ? Programme gouvernance d'entreprise pérenne*, ESSEC.

⁴¹ Vilmorin, O., Berdou, A. (2016). *Vade-mecum de l'actionnaire activiste*. Bulletin Joly Bourse.

⁴² En accord avec la directive 2006/46/CE.

⁴³ Vilmorin, O., Berdou, A. (2016). *Activisme actionnarial : vade-mecum de la société cible*. Bulletin Joly Bourse.

⁴⁴ Outre les seuils de 5%, 10%, 15%, 20%, et de 25% de capital ou des droits de vote prévus par l'article L. 233-7,

d'intentions sont très souvent citées en exemple. Celles-ci permettent à la société de détecter la présence d'un actionnaire, dès 0,5% du capital ou des droits de vote, pour les plus grosses capitalisations⁴⁴. Ces dispositifs, très utiles pour prévenir les OPAs hostiles, montrent toutefois leurs limites face à des activistes qui, en général, ne cherchent absolument pas à se cacher.

Plus généralement, les changements réglementaires doivent être particulièrement surveillés. Ils peuvent avoir des effets pervers non anticipés sur la relation management - actionnaire. Des lois dont l'ambition était de protéger les sociétés, à l'image de la loi Florange⁴⁵, peuvent donner naissance à des comportements opportunistes, comme l'explique le journal spécialisé l'AGEFI, dans le cas Vivendi - PSAM. D'après eux, le fonds PSAM a profité d'une résolution du fonds Phitrust, souhaitant abolir les votes doubles, pour demander l'attribution de dividendes exceptionnels. Ainsi, en échange du soutien de PSAM contre la résolution de Phitrust, Vincent Bolloré aurait dû consentir des dividendes anormalement élevés (6,75 Mds € contre 5,40 Mds € initialement prévus)⁴⁶.

Par-delà le droit dur et le droit souple, l'activiste peut faire écho à des devoirs moraux. Tant pour attirer les investisseurs, dans le cas des fonds, que pour convaincre les autres actionnaires, les activistes doivent réaliser des actions efficaces et positives. Aux actions de gouvernance (G) déjà évoquées, une montée en compétences d'actionnaires engagés sur les thématiques environnementales (E) et sociales (S) est en cours. La convergence de ces points de vue (ESG) va donner un nouveau souffle à l'engagement actionnarial et à l'activisme.

I du code de commerce, les statuts d'un émetteur peuvent prévoir des seuils de participations supplémentaires compris entre 0.5% et 5% en accord avec l'article L.233-7, III du code de commerce.

⁴⁵ Loi n°2014-384 du 29 mars 2014 visant à reconquérir l'économie réelle, dite 'loi Florange', article 7. Les droits de vote double sont de droit, sauf clause contraire des statuts adoptée postérieurement à la promulgation de la loi.

⁴⁶ Vivendi cède en grande partie aux demandes de PSAM, 09/04/2015, l'AGEFI.

3. De nouveaux arbitres et joueurs vont prendre place sur le terrain de l'engagement actionnarial

3.1 L'intérêt pour l'ESG va démultiplier l'importance de l'engagement actionnarial

Une tendance de fond se dégage en effet quant à l'intérêt croissant des citoyens pour les pratiques ESG. Le débat actuel sur la place de l'entreprise et son statut en est le révélateur. Les entreprises ne sont plus seulement vues comme des lieux de travail et de création de profit, mais bien comme de véritables membres du tissu local capable de contribuer au bien commun. À ce titre, l'enquête de l'observatoire de la performance intégrée⁴⁷ montre que 56% des français accordent à la responsabilité sociale des entreprises une grande, voire une très grande, importance pour leur appréciation des entreprises. Ce constat est encore plus fort du côté de la jeune génération pour laquelle la RSE prend encore plus de sens. Pour 83 % des *millennials*, l'entreprise doit s'impliquer dans les enjeux sociétaux⁴⁸.

Il est urgent pour les entreprises de relever le défi de la transition écologique. **Face à ce constat, les investisseurs peuvent être des alliés fidèles.** Il y a tout d'abord une demande de la part de leurs clients. Pour 48% des français, les impacts environnementaux et sociaux sont des critères très importants (10%) ou importants (38%) dans le choix de leurs placements⁴⁹. Les investisseurs jouent aussi le jeu, et souhaitent développer une finance plus verte. C'est en tout cas ce que révèle une étude réalisée auprès de plusieurs centaines d'investisseurs par la banque HSBC⁵⁰. Mondialement, 68% d'entre eux souhaitent augmenter leurs investissements verts dans les années à venir. En Europe, la prise de conscience est encore plus forte puisque le taux culmine à 97%. Toutefois, plus de la moitié - 56% - considère comme 'très insuffisante' la transparence actuelle sur les risques climatiques sous-jacents aux

⁴⁷ Observatoire des performances intégrées (2012). Performance sociale, environnementale et financière.

⁴⁸ MSLGROUP Study (2014). *People's Insights: The Future of Business Citizenship*.

⁴⁹ 8ème Enquête IPSOS pour Vigeo Eiris et le Forum pour l'Investissement Responsable (2017).

⁵⁰ Centre HSBC pour la finance durable (2017). Rapport HSBC : le comportement des entreprises et des investisseurs à l'égard de la finance durable.

projets à financer. Dans le cas d'une entreprise, c'est précisément ici que l'engagement et le dialogue actionnariaux peuvent être utiles.

Parmi les activistes, certains ont d'ores et déjà eu recours aux leviers E&S. Les fonds Jana Partners et *CaISTRS*⁵¹, qui disposent, à eux deux, de deux milliards de dollars d'actions d'Apple, ont ainsi demandé à la société d'étudier les potentielles dépendances causées par leurs produits sur les adolescents. Entourés d'experts et de spécialistes, ils utilisent les mêmes outils et leviers que lors d'une campagne activiste de type gouvernance : site internet, lettre ouverte⁵², etc. Dans un autre registre, l'*Australasian Centre for Corporate Responsibility*⁵³ (ACCR) a, de son côté, déposé une résolution auprès de l'entreprise minière BHP Billiton. L'ACCR leur demande de reconsidérer leur adhésion au *Minerals Council of Australia*. L'activiste souligne l'incohérence entre les discours publics de BHP et son adhésion au *Minerals Council of Australia*, considérée, selon lui, comme l'un des principaux obstacles à une politique climatique sensée en Australie.

Les campagnes activistes focalisées sur l'E&S ont des externalités positives sur la société. Les sujets E&S manquent aujourd'hui de maturité dans leur analyse pour dégager des leviers stratégiques efficaces. Néanmoins, lorsque la masse critique sera atteinte, les thématiques E&S seront, à l'image des thématiques de gouvernance, de formidables leviers de création de valeur actionnariale de long terme.

Aligner l'intérêt financier de l'actionnaire avec les revendications de bien commun porté par les citoyens permettrait de réconcilier deux visions considérées trop souvent comme contradictoires.

⁵¹ Le CaISTRS - California State Teachers' Retirement System - est un fonds de pension américain. Son portefeuille est évalué à 219.6 Mds \$ au 31 octobre 2017.

⁵² Voir la lettre sur le site ad-hoc : <https://thinkdifferentlyaboutkids.com>

⁵³ Pour comprendre le rôle et les objectifs de l'ACCR, voir : <http://www.accr.org.au/what>

3.2 Les fonds passifs vont redoubler d'effort dans l'engagement actionnarial

Dans sa lettre de janvier 2018 *“A sense of Purpose”* à destination des dirigeants d'entreprises, Larry Fink, le président de Blackrock, insiste lui aussi sur l'importance pour chaque entreprise de servir un projet sociétal louable et de prendre en compte les parties prenantes. Ce n'est que dans ce cas que l'entreprise pourra créer de la valeur à long terme. À cette fin, **les entreprises doivent être à même d'expliquer, à leurs actionnaires, leur stratégie de long terme.** Larry Fink acte ainsi le passage d'un engagement actionnarial alliant *“vote with their feet”* et participation minimale aux assemblées générales, vers un engagement régulier et de dialogue. Dans ce qu'il nomme *“nouveau modèle d'engagement actionnarial”*, la montée en compétence des investisseurs institutionnels est un véritable plus pour promouvoir une bonne gouvernance. Des investisseurs mieux préparés sur les sujets stratégiques et de gouvernance auront des moyens, d'autant plus forts et légitimes, pour trancher, participer aux débats et prendre ainsi position pour la thèse activiste ou celle de la société.

L'engagement croissant de ces derniers est à relier à la montée de la gestion passive indicielle. De manière simplifiée, un fonds de ce type reconstitue et réplique un indice en achetant les diverses actions qui le composent. Sur les fonds d'actions européennes de grandes capitalisations, la part de marché de la gestion passive est passée de de 14% à 27% ces dix dernières années⁵⁴. Tant qu'une entreprise reste dans l'indice, elle ne peut être vendue, et le *“vote with their feet”* ne peut avoir lieu. C'est précisément parce qu'ils ne peuvent plus se désengager que ces investisseurs vont échanger avec l'entreprise pour confronter la stratégie de l'entreprise à leur vision.

Les thématiques ESG et la prise de conscience de nouveaux acteurs de long-terme font **entrer de nouveaux arbitres sur le terrain de l'engagement actionnarial.** Ils seront des acteurs clés dans la

promotion d'un activisme tourné vers le long terme et créateurs de valeur.

4. L'activisme actionnarial n'est un problème que dans un écosystème non préparé

4.1 Malgré des disparités et des transformations, l'écosystème français commence à prendre en main les enjeux activistes

La montée de l'engagement actionnarial des grands institutionnels, la croissance d'un activisme actionnarial constructif et d'un activisme E&S sont autant **de signaux faibles de la transition vers un nouveau paradigme.** Comme rappelé, l'activisme vient combler une lacune. C'est parce que les entreprises n'ont pas été assez explicites sur leurs stratégies à long terme que l'activisme peut croître et avoir de l'effet. **L'engagement régulier avec ses actionnaires et une bonne gouvernance sont les meilleures réponses d'une entreprise à un activisme non justifié.**

L'évolution progressive de la structure du capital des entreprises cotées en France rend cet engagement d'autant plus important. Depuis une quarantaine d'années, **on assiste à une concentration du capital en France, articulée autour de deux tendances : la mondialisation et l'intermédiation.** Symbole de l'attractivité de notre économie, les actionnaires non-résidents possèdent maintenant plus de 40% de la capitalisation totale⁵⁵. Parmi ces non-résidents, la première place est occupée par les États-Unis, avec une possession moyenne de 34,6% entre 2013 et 2016⁵⁶. Ces investisseurs américains sont habitués aux stratégies activistes, donc plus facilement à l'écoute de leurs théories. Cela souligne la nécessité d'un engagement fort des sociétés émettrices envers leurs actionnaires pour rester crédibles. Le constat est similaire pour les quelques 10% du capital appartenant à des fonds d'investissement français qui exercent en général leurs droits de votes. En cas de conflit ouvert, (phase 4), comme en témoigne les taux de participation aux

⁵⁴Les défis de la gestion active, 18/01/2018, Morningstar.

⁵⁵ OEE (2014). Radiographie de l'actionnariat des entreprises françaises. La proportion est de 42% fin 2014.

⁵⁶ IMF, statistique calculée depuis *Derived Portfolio Investment Liabilities (All Economies)* by Economy of Nonresident Holder: Equity and Investment Fund Shares (Derived from Creditor Data).

AGs, - 67,2% en 2015 à comparer à 61,5% en 2010⁵⁷ - **un faible nombre d'acteurs peut être pivot dans le choix ou non du scénario activiste.** Il y a, dans ce nouveau paradigme, un changement fort par rapport aux origines du capitalisme français. L'actionnariat français individuel direct, originaire de privatisations successives, a progressivement reculé. Les banques et les assureurs français ne possédaient respectivement plus que 6% et 3,3% du capital des sociétés cotées fin 2015 avec une tendance à la baisse - que beaucoup attribuent aux ratios prudentiels pénalisant trop les actions⁵⁸. Dans ce segment, plusieurs grands noms s'abstiennent désormais d'ailleurs de voter ou de s'engager pour des enjeux de réputation. L'État possède encore 6% du capital des sociétés cotées. Sa présence actionnariale majoritaire dans certains groupes peut empêcher de naître un activisme avec lequel il ne serait pas d'accord⁵⁹.

Depuis une dizaine d'années, de nombreux émetteurs français semblent avoir correctement réagi, et l'écosystème est monté en compétence. Un véritable engagement est né et progresse entre les émetteurs et les actionnaires. Si l'AG et sa préparation demeurent les temporalités marquantes et symboliques du dialogue, il ne s'arrête pas là. Hors AG, longtemps, ce dialogue a été porté par le management de l'entreprise à l'occasion de *roadshow financiers*, d'*Investors day* ou d'entretiens individuels. Les sujets financiers de court-terme y étaient principalement évoqués. Désormais, plusieurs sociétés utilisent les mêmes outils pour présenter leur stratégie de long-terme et leur choix ESG lors de *roadshow gouvernance*. Ils peuvent être opérés par le management ou l'organe d'administration. Cela souligne la montée progressive en compétences des administrateurs - en particulier de l'administrateur référent - qui participent désormais pleinement au dialogue entre actionnaires et émetteurs⁶⁰. Cette amélioration de la gouvernance est aussi visible dans les statistiques de composition des boards. À titre d'exemple, le cumul des mandats a profondément

reculé (85,7% des administrateurs n'ont qu'un mandat en 2017), et les conseils se sont féminisés (en 2017, 41,8% d'administratrices, +57,2% par rapport à 2013) et internationalisés (en 2017, 31% d'administrateurs extranationaux)⁶¹. Symbole d'un écosystème conscient des transformations en cours, de nombreux acteurs, à l'image des banques d'affaires, se sont spécialisés dans le conseil en gouvernance et en engagement actionnarial, afin d'aider les entreprises à se préparer et anticiper les demandes des actionnaires.

La situation française reste toutefois préoccupante. Une analyse plus fine révèle une disparité forte dans leur capacité de dialogue entre des grandes sociétés - en général du CAC40 - et les entreprises cotées de plus petite taille - périmètre SBF 250. Si ces dernières n'inspirent pas une confiance de long terme par le dialogue et la bonne gouvernance à leurs investisseurs, leurs *managements* ne survivront alors pas aux transitions en cours.

4.2 L'État se doit d'orienter l'écosystème dans la bonne direction et réparer les potentielles failles de marché

Face à ce constat, la puissance publique doit agir. La France a tout à la fois besoin d'entreprises françaises responsables, à la gouvernance exemplaire, et d'investisseurs s'engageant activement dans le développement de ces dernières. Ne nous méprenons pas, la puissance publique ne doit pas directement prendre part au débat individuel et spécifique entre un investisseur et une entreprise : ce n'est pas son rôle de trancher entre la thèse du management et celle de l'activiste. Elle doit au contraire proposer un cadre souple à l'écosystème permettant à chacun de prendre ses responsabilités et d'agir en conscience.

À cet égard, cinq volets de propositions sont nécessaires pour faire de la France un pays leader de la bonne gouvernance et du dialogue entre les

⁵⁷ de Beaufort, V. (2017). *Y a-t-il une montée de l'activisme en France ? Programme gouvernance d'entreprise pérenne*, ESSEC.

⁵⁸ OEE (2014). Radiographie de l'actionnariat des entreprises françaises.

⁵⁹ Dans le cas d'Engie, la puissance publique (État et CDC) possède 30,6% des droits de votes.

⁶⁰ Le Club des Juristes (2017). Rapport : Commission dialogue administrateurs-actionnaires.

⁶¹ Baromètre IFA - Ethics & Boards de la composition des conseils, SBF 120, Post-AG 2017 (2017).

actionnaires et les émetteurs.

4.3 La place française doit tirer profit du débat sur la bonne gouvernance pour être la plus attractive possible

La France doit d'abord se hisser au niveau des meilleurs standards internationaux en matière de régulation de Place. La *soft-law* et le "*name and shame*" sont deux systèmes complémentaires qui ont fait leur preuve s'ils sont jugés légitimes par l'ensemble des membres de l'écosystème, investisseurs français et internationaux, comme sociétés émettrices. À ce titre, le code de gouvernance et ses outils de contrôle doivent être exemplaires, et n'ont de valeur que s'ils sont reconnus de tous. En France, l'élaboration du code de gouvernance est réalisée par des associations d'émetteurs, ce n'est pas le cas dans la majeure partie de l'Europe⁶². Si des progrès ont été réalisés quant à la consultations d'autres parties constituantes de l'entreprise dans la rédaction du code, le code AFEP-MEDEF reste vu par de nombreux investisseurs et observateurs comme le "code des patrons par les patrons". La consultation mise en place par le MEDEF dans le cadre de la révision en cours du code apparaît comme un signe positif d'ouverture. Concernant l'application du code, le HCGE (Haut Comité de Gouvernement d'Entreprise), lancé en 2013, a constitué un grand pas en avant. Ses capacités et sa visibilité méritent d'être renforcées et sa gouvernance diversifiée pour lui donner encore plus de légitimité. Pour toutes ces raisons et si la légitimité des organes en place continue à être contestée, il faut ouvrir, sous le contrôle transitoire de l'État si nécessaire, une grande consultation de Place réunissant toutes les parties prenantes et constituantes de l'entreprise pour **redéfinir les règles de rédaction et d'application du Code de bonne gouvernance des entreprises françaises**. Ce nouveau "Code de Place", admis de tous, servira de base de dialogue commune, en cas de débat entre investisseurs et actionnaires. La France peut tirer parti de ce nouveau Code de Place pour faire rayonner l'engagement fort de ses entreprises et investisseurs pour l'ESG et

améliorer encore l'attractivité de la place.

Proposition 1 : Ouvrir, sous le contrôle transitoire de l'État si nécessaire, une consultation de Place pour améliorer les règles de rédaction et d'application du code de bonne gouvernance des entreprises françaises

Le HCGE renforcé à l'issue de la consultation de Place permettra de mettre en avant les défauts de gouvernance des entreprises les plus visibles. En cas de désaccord sur un sujet particulier, il apparaît toutefois crucial de **doter la place d'une plateforme de dialogue et d'implication collective pour les investisseurs** individuels ou institutionnels qui se sentiraient lésés et n'auraient pas les moyens d'agir individuellement. Dans le respect de la législation sur l'action de concert - jugée parfois peu claire -, ce forum servira de chambre de dialogue entre investisseurs et sociétés. Cette chambre pourrait s'inspirer de l'*Investor forum* britannique. Ce forum pourrait alors servir de filtre en cas de divergence entre une société et ses actionnaires, et, ainsi endiguer les cas d'activismes purement opportunistes.

Proposition 2 : Sur la base du Investor Forum britannique, créer un organe, issu de la consultation, permettant le dialogue et l'implication collective des investisseurs individuels et institutionnels

Le dialogue actionnaire-émetteur peut être perturbé par une mauvaise connaissance de l'actionnariat. L'identification des porteurs de titres est aujourd'hui possible (procédure TPI), mais coûte cher, et donne des résultats souvent imprécis ou difficiles d'exploitation. C'est particulièrement le cas dès lors qu'il existe plusieurs chaînes d'intermédiaires, d'autant plus s'ils sont extranationaux. Les actionnaires au nominatif pur ou administré sont les mieux connus par les émetteurs. Certaines entreprises ont fait le choix d'encourager le nominatif pour mieux dialoguer et connaître leurs actionnaires. Air Liquide propose par exemple une

⁶² Voir à ce titre : AMF, Étude comparée : les codes de gouvernement d'entreprise dans 10 pays européens (2016).

majoration de 10% des dividendes et des actions gratuites distribuées, et une prise en charge du transfert du porteur vers le nominatif⁶³. Un management qui ressent un manquement dans sa connaissance peut utiliser les outils à sa disposition pour encourager le nominatif. Les actionnaires au nominatif sont souvent considérés comme de long terme, et peuvent disposer, à ce titre, de droits spécifiques, selon la durée de détention de leurs actions. Si l'important est d'encourager la stabilité, de nombreux actionnaires détiennent des actions au porteur sur le long terme et constituent donc des acteurs de long terme. **Une rupture d'égalité peut ainsi être mise en évidence entre les divers types d'actionnaires.** Il n'est, par exemple, pas normal que ces acteurs ne puissent bénéficier d'un droit de vote double lorsque leur durée de détention d'actions au porteur est supérieure à deux ans⁶⁴. Ce constat est d'ailleurs partagé par le rapport Guérini-Touraine⁶⁵.

Proposition 3 : Étendre les droits réservés aux actionnaires au nominatif, aux actionnaires au porteur, en particulier les droits de vote double

4.4 Les entreprises françaises doivent renouer avec le partage de la valeur et faire émerger de nouveaux contre-pouvoirs

Une bonne gouvernance de l'entreprise passe par des actionnaires engagés, ainsi qu'un management et des administrateurs proactifs et réceptifs. Comme précisé antérieurement, il est légitime que celui qui porte le risque, puisse rester maître de la décision. En cas de défaillances du management d'une entreprise, si l'actionnaire porte le risque financier, le salarié voit peser un risque sur son emploi. Celui-ci a tout intérêt à promouvoir le long terme au sein de l'entreprise. Dans le débat qui oppose l'activisme au management, il saura prendre parti pour la thèse qui garantit la création de valeur à long terme. Deux puissants leviers peuvent permettre au salarié de prendre part à

⁶³ Air Liquide, (2017). Plus, le livret de l'actionnaire 2017.

⁶⁴ Une réflexion doit bien entendu être initiée en parallèle sur ce qu'est un titre au porteur 'identifié'. Il est primordial de s'assurer de la capacité des teneurs de registre, des intermédiaires et des émetteurs à vérifier que les titres au porteur ont bien été détenus sans discontinuité pendant au moins deux années.

ce débat.

Premièrement, bien souvent, le salarié est aussi actionnaire. L'épargne salariale est une réelle spécificité française (3,9 % du capital français contre 1,7 % du capital européen⁶⁶) et doit être encouragée. Plusieurs rapports publics⁶⁷ ont récemment proposés de porter à 10% l'épargne salariale à l'horizon 2030 dans les groupes cotés et soulignés les améliorations législatives et techniques nécessaires qui sont une première étape salutaire. Toutefois, pour que l'épargne salariale puisse être un bloc de capital représentant les intérêts des salariés, celle-ci doit être véritablement indépendante du management, par exemple lorsqu'elle s'exprime par le vote en AG ou souhaite utiliser ses droits d'actionnaires. Elle ne doit être ni le "bras du dirigeant", ni "à sa botte" comme certains l'affirment. À ce titre, il est absolument nécessaire d'engager un travail de fond pour améliorer son indépendance et sa force d'expression. À cet égard, il faut que la loi puisse prévoir que les entreprises confient les droits de vote des actions issues de l'épargne salariale à des fondations d'entreprises pilotées à 100% par des salariés actionnaires.

Proposition 4 : Promouvoir l'épargne salariale tout en s'assurant de son libre-arbitre et de son indépendance vis-à-vis du management

Deuxièmement, les administrateurs salariés représentent un autre levier de promotion et de mise en application de la bonne gouvernance dans les entreprises. L'administrateur salarié contribue efficacement à la stratégie de long terme de la société par son expertise technique et sa vision de terrain. Il est également capable de déceler des signaux faibles, sur site et au sein des équipes, qui, sur le long terme, altèrent la performance de l'entreprise et sa valorisation boursière. Chaque expertise est unique,

⁶⁵ Touraine, A., Guérini, S. (2017). Plan d'action pour la croissance et la transformation des entreprises, partage de la valeur et engagement sociétal des entreprises.

⁶⁶ Baromètre Altedia-BNP Paribas "Épargne et Retraite Entreprises" (2014).

⁶⁷ Touraine, A., Guérini, S. (2017). Plan d'action pour la croissance et la transformation des entreprises, partage de la valeur et engagement sociétal des entreprises.

et il est important de pouvoir en agréger suffisamment pour en tirer tous les bénéfices. Si la loi impose aujourd'hui la présence d'administrateurs salariés⁶⁸, ils demeurent minoritaires et trop isolés, ce qui ne leur permet pas de faire entendre leur voix. Ils se voient, par ailleurs, refuser l'accès à certains comités. Les administrateurs salariés doivent être des "administrateurs comme les autres". Ils contribuent à une amélioration de la gouvernance des entreprises françaises qu'il convient de poursuivre, pour éviter les désaccords entre actionnaires et management. Les propositions portées sur le sujet par le *think-tank* Terra Nova⁶⁹ apparaissent comme justes. En particulier, la proposition qui vise à porter progressivement à un tiers la proportion d'administrateurs salariés au sein des conseils d'administration des entreprises de plus 1000 employés, déjà évoquée en 2012 dans le rapport sur la compétitivité française (dit également rapport Gallois), mérite désormais d'être discutée au Parlement. Il en va de même de la bonne formation des administrateurs-salariés, jugée parfois limitée, mais, cruciale pour leur permettre d'exercer véritablement leurs fonctions.

Proposition 5 : Faire des administrateurs-salariés un véritable atout de gouvernance des entreprises françaises

*
* *

Considéré comme l'axe du mal par ses détracteurs, l'actionnaire activiste n'est rien d'autre qu'un contre-pouvoir qui utilise ses droits. Il est surtout craint parce qu'il n'est connu et visible qu'au travers des pratiques douteuses et des velléités effectivement destructrices de valeur de certains acteurs. La France doit assimiler l'activisme actionnarial. Il serait injuste de pénaliser tout un mouvement croissant

⁶⁸ Loi n°2013-504 du 14 juin 2013 relative à la sécurisation de l'emploi, article 9. Le nombre des administrateurs représentant les salariés est au moins égal à deux dans les sociétés, dont le nombre d'administrateurs est supérieur à douze, et au moins à un, si ce nombre est égal ou inférieur à douze. Les sociétés concernées sont les sociétés qui emploient à la clôture de deux exercices consécutifs, au

d'engagement actionnarial, aussi divers qu'utile, qui se transforme progressivement et pourrait aider les entreprises à prospérer en particulier maintenant que de nombreux fonds s'intéressent à l'ESG.

Bien au-delà de la question de l'engagement actionnarial, la France souffre d'un déficit dans la compréhension des enjeux financiers et de *corporate governance*. Les conséquences en sont nombreuses : faible compréhension des enjeux de gouvernance des entreprises et de leurs intérêts, appauvrissement des investissements en actions des particuliers, crainte des acteurs de pratiques nouvelles à l'image de l'activisme actionnarial. Ce manque de culture financière porte non seulement préjudice à la place financière de Paris mais empêche surtout la création d'un modèle financier français, qui, à défaut, de s'affirmer oscille entre modèle anglo-saxon et allemand. Alors, chacun à notre niveau, soyons donc nos propres activistes !

moins 5000 salariés permanents, dans la société ou les filiales directes ou indirectes, et dont le siège social est fixé sur le territoire français.

⁶⁹ Richer, M. (2018). L'Entreprise contributive : 21 propositions pour une gouvernance responsable. Terra Nova. Voir en particulier les propositions 10 à 18.