Activisme actionnarial / Aktionärs-Aktivismus

Deux caractéristiques rhénanes à comparer au système français à l'aune du bouleversement que nous vivons

Viviane de Beaufort,
professeure à l'ESSEC,
directrice du CEDE-ESSEC

Max Boire,
diplômé en droit,
expert au CEDE

Bien que la mondialisation fasse circuler les investisseurs et que le cadre réglementaire de l'Union européenne harmonise le droit et les pratiques d'affaires en Europe, notamment la directive Shareholders[1] ou encore le règlement MAR[2], le modèle allemand comporte des spécificités qui demeurent plutôt méconnues de ce côté-ci du Rhin. Se pencher sur deux caractéristiques différenciantes de l'activisme allemand nous a semblé intéressant pour ouvrir le bal d'une série d'articles portant sur la démocratie actionnariale en temps de Covid-19, poursuivant ainsi la série entamée en 2018 puis en 2019 au CEDE-ESSEC[3].

L'activisme actionnarial n'est devenu un sujet d'attention qu'assez tard en Allemagne, alors que c'est un sujet émergé, au sein des sociétés cotées, dès les années 1990 aux États-Unis et en Grande-Bretagne, et qui a assez vite irradié l'ensemble des places financières en Europe. C'est sans doute en 2005, avec la campagne de fonds spéculatifs britanniques et américains menée par le *Children investment fund* contre la tentative de rachat de la bourse londonienne par la Deutsche Bank, qui s'est soldée par l'éviction du PDG Werner Seiffert[4], que se sont répandues les campagnes activistes.

Cet activisme a un caractère essentiellement financier ; les objectifs des fonds activistes peuvent surprendre lorsqu'on a en tête la tradition de cogestion et la conception fondamentalement collective de l'entreprise rhénane.

Une définition tirée du site allemand Mitbestimmung[5] évoque cette approche : « *L'activisme actionnarial est au départ un terme qui n'est pas clairement défini et certainement pas standardisé par la loi. Il s'agit de décrire une action spécifique d'actionnaires (minoritaires) qui tentent d'influencer le dirigeant. Les actionnaires activistes vont chercher à entamer un dialogue avec la direction ; ils utilisent leurs droits, y compris les droits de vote, pour obtenir un retour sur investissement à court terme*[6]. » Telle est la définition de l'« Aktionärs-Aktivismus ». L'*Aktionärs-Aktivismus* est donc fortement axé sur le profit financier. La stratégie des activistes allemands consiste à influencer la gestion pour faire fructifier un investissement dans le capital et entrainer du profit. Ils vont ainsi scruter le marché à la recherche d'entreprises pour lesquelles un changement important (par exemple une cession) aurait un impact considérable sur la valeur des titres. Ils acquièrent des titres à bas coût et une fois leur campagne réussie, se délestent des actions acquises pour une coquette somme. Il s'agit alors clairement de l'activisme pratiqué par les *hedge funds,* déjà documenté[7].

Cette approche diffère de celle retenue aujourd'hui en France, beaucoup plus large, où l'activisme traditionnel, envisagé comme « *le fait, pour un investisseur, de prendre position sur des enjeux de nature financière ou stratégique* », est complété par une dimension sociale au sens large (enjeux RSE, éthique, qualité de la gouvernance et de la démocratie actionnariale, etc.). Préoccupations clairement intégrées et constituant près de 25 % des questions et sujets depuis 2017[8], alors même que les fonds ont plutôt tendance à investir sur du moyen terme. Il s'agit là d'un paradoxe car de prime abord, le système allemand ne se prête pas au jeu des *hedge funds*, bien au contraire.

LA PÉRENNITÉ RELATIVE LIÉE AU SYSTÈME DUAL

La structure duale des sociétés crée de la pérennité. Les deux organes principaux : l'*Aufsichtsrat* (conseil de surveillance) et le *Vorstand* (conseil exécutif) pilotent l'entreprise ; ils communiquent avec les actionnaires au cours de la *Hauptversammlung* (assemblée générale) et en d'autres occasions mais, traditionnellement, le système rhénan offre une certaine imperméabilité à la pression des actionnaires. Les actionnaires ne peuvent

1) Directive (UE) 2017/828 du Parlement européen et du Conseil du 17 mai 2017 modifiant la directive 2007/36/CE en vue de promouvoir l'engagement à long terme des actionnaires.
2) Règlement (UE) n° 596/2014 du 16 avril 2014 sur les abus de marché.
3) *http://knowledge.essec.edu/fr/sustainability/de-lactivisme-actionnarial-en-france-le-bon-la-bru.html.*
4) BECHT/FRANKS/GRANT/WAGNER (n. 1), 2941-2944 ; l'une des premières contributions au débat juridique en Allemagne a été motivée par l'affaire Deutsche Börse, voir A. Engert, Hedgefonds als aktivistische Aktion-re, ZIP2006, 2105.
5) Site spécialisé dans le droit et la pratique des affaires.
6) *https://www.mitbestimmung.de/html/was-ist-aktionars-aktivismus-465.html*
7) *http://gender.vivianedebeaufort.fr/wp-content/uploads/2017/10/CERESSEC-CEDE-Activisme-actionnarial-en-France.pdf*
8) *http://knowledge.essec.edu/fr/sustainability/le-questionnement-droit-sacre-de-lactionnaire.html*

ni déterminer la stratégie commerciale de la société, ni instruire ou élire les mandats exécutifs. Le seul levier sur la gestion est d'élire les administrateurs au conseil de surveillance, souvent renouvelés par des tiers, et ceux-ci élisent les dirigeants exécutifs protégés par l'absence de révocation *ad nutum* et le plus souvent des contrats dits de service.

De manière générale, les actionnaires en Allemagne ont donc moins de pouvoir d'influence directe que dans d'autres pays ; la direction tente le dialogue qui prévaut largement relativement à l'affrontement direct. De même, le concept de propriété est fortement ancré dans la pratique des affaires, même dans les sociétés cotées, et la présence d'un actionnaire majoritaire est très répandue et fait obstacle à l'action de fonds activistes : 40 % des sociétés cotées allemandes ont un actionnaire majoritaire et plus de 55 % ont au moins un actionnaire détenant au minimum 30 % des droits de votes[9].

D.R.

Et pourtant, cet activisme financier et agressif, celui-là même qui fait l'objet de divers travaux souvent critiques en France[10], a réussi à s'imposer peu à peu en ciblant des sociétés où le capital est dilué et de nombreuses campagnes ont été un succès. C'est ce qui s'est notamment passé chez Stada Arzneimitell, une société cotée où la rémunération du chef du CA faisait débat en sus de rumeurs plus ou moins embarrassantes, plusieurs fonds ayant acquis une modeste partie du capital ont décidé de lancer une campagne contre la direction. *In fine,* après avoir obtenu le remplacement de la plupart des administrateurs outre divers ajustements de gouvernance, un des fonds militants a utilisé la stratégie d'une OPA et, en constituant un bloc d'actions lors de la prise de contrôle, le fonds a empêché le seuil d'acceptation d'être atteint, bloquant diverses offres de rachats, puis d'abord diverses mesures une fois la prise de contrôle effective dans le but d'influencer à la hausse le coût de rachat de son bloc d'action qui a de fait doublé en un an.

Ainsi, plutôt que d'investir dans un large portefeuille et de surpondérer des titres sous-évalués, les fonds activistes vont agir de manière ciblée pour optimiser le cours d'une société en particulier, au prix de diverses méthodes, idéalement avec le soutien d'investisseurs traditionnels. C'est par exemple le gestionnaire d'actifs DWS qui aura permis de faire flancher la direction de Stadia au début du processus permettant de remplacer les administrateurs. Cette logique a prévalu dans nombres de campagnes réussies, notamment au sein de Bilfinger SE où le Suédois Cevian a obtenu des changements de personnel au sein du Directoire et du Conseil de Surveillance, puis finalement une scission au sein des divisions internes de la société. Ou encore chez E. Ou SE où le fonds américain Knight Vinke a fait pression pour la scission des réseaux régionaux d'électricité et de gaz afin de reverser le produit aux fonds nucléaires de l'État. L'effet de ces campagnes fait débat, car s'il est indéniable qu'elles constituent des réussites en termes de valeur numéraire et que la Bourse réagit favorablement à l'intervention des activistes, les perspectives sur le long terme et de performance opérationnelle sont moins convaincantes[11].

Ainsi, les activistes allemands se concentrent principalement sur le financier plus que sur les questions sociétales et environnementales, contrairement à la France où ces questions sont au centre des préoccupations et la différence conceptuelle peut être traduite par l'utilisation d'un vocabulaire différent. En France, on parle désormais, sauf cas exceptionnel, d'engagement actionnarial.

Nul doute que les bouleversements économiques et financiers qui interviennent questionnant tant la distribution des dividendes que les rémunérations des patrons, les stratégies RSE et la qualité de la gouvernance auront une influence déterminante sur cette tendance des fonds activistes en Allemagne. Mais dans quel sens ? Qui peut le dire ? Assistera-t-on à son renforcement car, flairant la bonne affaire, ils déploieront une stratégie d'influence à court terme facilitée par la fragilité des sociétés cotées ou y aura-t-il une accélération de la mutation, déjà intervenue chez certains fonds institutionnels très présents en France comme Blackrock ou Calpers qui prônent désormais une approche de moyen/long terme et exigent des entreprises, avec d'autres, que les dimensions écologiques et sociales soient au cœur de la stratégie, encouragés en cela par les autorités publiques, dont la Commission européenne[12] plutôt que des arbitrages purement financiers ?

2020-5947

9) Andreas Engert, Shareholder activism in Germany, European Corporate Governance institute, page 11.
10) *http://www.assemblee-nationale.fr/dyn/15/rapports/cion_fin/l15b2287_rapport-information#_Toc256000018*
11) Voir par exemple MCCLURE, Conséquences économiques à long terme des interventions militantes des hedge funds, *ECGI Finance Working Paper* 577, 2018.
12) *https://ec.europa.eu/info/law/better-regulation/have-your-say/initiatives/12129-Revision-of-Non-Financial-Reporting-Directive*