

Réunion du 18 septembre 2019

Lieu de réflexion et d'échanges entre une vingtaine d'administratrices et d'administrateurs de sociétés du SBF 120, le Cercle a tenu sa quinzisième réunion le 18 septembre 2019.

Sur les thèmes qui leur sont proposés, les membres du Cercle organisent et orientent leurs débats entre pairs en toute liberté et confidentialité.

La transcription des débats qui est faite ci-dessous en respecte le style direct afin de leur conserver leur spontanéité.



## ACTIVISME ACTIONNARIAL ET « RAISON D'ÊTRE » DES ENTREPRISES

**Les évolutions législatives récentes en Europe (Loi Pacte du 22 mai, 'Shareholder Rights Directive' du 10 juin), ou l'engagement des acteurs anglo-saxons de plus en plus marqué (cf. diverses initiatives de type lobbyiste aux Etats-Unis telle la « Déclaration sur la raison d'être de l'entreprise » du Business RoundTable) en témoignent : les droits et responsabilités d'un actionariat « actif » et acteur à part entière de la gouvernance des entreprises sont réaffirmés. Les relations entre actionnaires et Conseil d'administration sont vouées à toujours s'approfondir et s'intensifier, ce qui pourrait influencer le rôle du Conseil dans les grands équilibres de la gouvernance d'entreprise. Les tendances visant à promouvoir une « raison d'être » et une co-construction responsable de l'entreprise s'écartant du court-termisme pourraient favoriser l'activisme actionnarial, donner plus de légitimité encore aux stakeholders (parties prenantes) aux côtés des shareholders (actionnaires) en matière de gouvernement d'entreprise, voire bouleverser les pratiques et les relations entre actionnaires, investisseurs institutionnels, dirigeants et administrateurs.**

### Actionariat actif, activisme : méfaits et bénéfices

Les membres du Cercle relèvent en préalable que la notion d'« activisme actionnarial » est souvent perçue de façon très péjorative, mais que cela peut être nuancé. En principe, tous les actionnaires se devraient

d'être « actifs ». Certes, il existe une différence entre actifs et activistes. Mais si une partie des intervenants observent qu'il peut être vertueux d'avoir des actionnaires qui s'expriment en assemblée générale, qui s'impliquent sur la politique à long terme de l'entreprise et contrebalancent le management qui pourrait avoir tendance à poursuivre son propre intérêt de façon plus court-termiste, d'autres font valoir que la prise de parole en Assemblée Générale reste le plus souvent contestataire et que les activistes semblent dans bien des cas défendre la création de valeur financière.

De l'avis de certains, l'activisme est non seulement un droit mais un devoir, celui d'intervenir à chaque fois que les actionnaires constateraient que la société « ne fait pas le maximum de ce qu'elle doit faire ». La question, qui prête à débat, est autant de savoir qui est juge pour apprécier si la société a fait le maximum de ce qu'elle devait faire, et aux yeux de qui cela se doit d'être apprécié, que de savoir si la société dispose ou se dote réellement des moyens nécessaires pour réaliser son maximum.

Une observation quoi qu'il en soit : un activiste met environ un an avant d'entrer dans une société : il l'étudie en détail pendant une longue période, essayant de connaître tout ce qui la concerne, ses clients, ses employés, ses fournisseurs, ses partenaires d'affaires. De fait, les activistes connaissent l'entreprise parfois beaucoup mieux qu'un administrateur qui arriverait dans la société et qui au début ne dispose en réalité jamais d'autant de renseignements.

Il faut reconnaître à certains grands fonds activistes une approche très rationnelle et constructive. D'autres, cependant, font davantage penser - l'image est forte - à des « fonds vautours » qui n'ont pour seule envie que de « déchirer » l'entreprise. Pour autant, faire la



confusion entre les deux - de façon peut-être un peu opportuniste - pour en rejeter l'utilité serait certainement une erreur.

On peut observer également que les actionnaires activistes - dans le bon sens du terme -, c'est-à-dire actifs, restent pendant longtemps au capital de la société, font le travail d'analyse et de recherche approfondies que les analystes d'antan faisaient, mais que plus personne ne fait réellement de nos jours. C'est un travail utile dont les fonds actifs se chargent. Et, certains d'entre eux connaissent très bien les dossiers.

Pour autant, respectent-ils l'intérêt social et la raison d'être de l'entreprise ? Sans compter qu'il y a également l'intérêt social « collectif » (sociétal) versus l'intérêt social de la société, et force est de constater qu'il peut y avoir conflit d'intérêts entre les deux. Selon certains, il est illusoire de croire que les actionnaires peuvent investir de l'argent dans des sociétés qui ne défendent pas l'intérêt des actionnaires et ne recherchent pas le profit. Mais l'un (la poursuite de l'intérêt des actionnaires) n'empêche pas l'autre (le respect de l'intérêt sociétal). Les contraintes externes obligent à prendre en compte et à respecter l'intérêt sociétal, ceux des « stakeholders », les parties prenantes au sens élargi. Le législateur dresse d'ailleurs progressivement un cadre réglementaire pour s'assurer que l'on va dans le bon sens.

### **Les bénéfices de la présence d'activistes constructifs sont-ils des révélateurs pour les conseils d'administration ?**

De l'avis de certains membres du Cercle, jugé un peu sévère par d'autres, on serait même amené à se demander si la floraison des actionnaires activistes n'est pas directement corrélée à certaines carences du côté des administrateurs qui ne connaissent finalement pas aussi bien leurs dossiers que les premiers. Les moyens dont disposent les fonds activistes qui ont des ressources importantes, tant financières qu'en termes de temps et d'expertise, sont sans rapport avec ceux dont disposent les administrateurs. Et pourtant, ces derniers devraient disposer des mêmes moyens, si ce n'est davantage !

Quant aux analystes, ils ont étudié tous les concurrents d'un même secteur et ont donc une vision d'ensemble très pertinente, enrichie notamment de benchmarks. Par rapport aux fonds, les administrateurs n'ont pas assez de moyens pour arriver au même degré de profondeur d'analyse et de connaissances.

Ce qui amène une autre question : est-ce que les Directions veulent réellement d'un conseil d'administrateurs qui puisse être critique et avoir le même niveau d'information et de benchmark poussé qu'un intervenant activiste ?

Pour certains membres du Cercle, il serait temps d'envisager d'avoir une équipe dédiée qui travaille pour le Conseil d'administration et qui collecte les informations, y compris hors de l'entreprise.

Pour d'autres membres, ce rôle reste dévolu au management qui se doit d'apporter aux administrateurs toutes les informations techniques nécessaires et les scénarii possibles. In fine, s'il ne le fait pas - ou alors de façon insuffisante - c'est que peut être les administrateurs n'ont pas en face d'eux le bon management. Or la responsabilité principale des administrateurs est de s'assurer que l'entreprise a un bon management. Le Conseil doit se donner les moyens pour avoir l'information nécessaire et aussi s'assurer avant tout d'une relation de qualité avec la Direction, avoir des exigences par rapport à celle-ci et, si elles ne sont pas satisfaites, prendre les décisions qu'il convient.

Le rôle des administrateurs est principalement de challenger le management de façon constructive mais sans complaisance. Mais pour ce faire, certains soulignent que l'on ne peut pas se baser uniquement sur l'information fournie par lui. Généralement, ce dernier s'acquitte suffisamment bien de fournir l'information à temps et selon la qualité attendue. Mais il semble capital d'enrichir aussi cette information de source interne par des éléments collectés à l'extérieur.

### **Quels enseignements en termes de bonnes pratiques pour les administrateurs ?**

En ce sens, ne peut-on pas considérer que les activistes ont déjà « fait le travail » ? Les sociétés organisent bien des roadshows pour aller voir les investisseurs. Au lieu de mettre les fonds activistes derrière des murs et éviter tout contact, peut-être est-il temps de considérer que cela pourrait être une chance de les avoir dans la société ? Du moins, s'il est difficile d'imaginer que les Conseils puissent aller dialoguer directement avec les activistes, il existe des cabinets spécialisés capables de donner la vue qu'auraient les activistes sur la société. Ils fournissent un conseil indépendant et aident à enrichir la vision du Conseil avec une approche différente. Cela ne se faisait jamais il y a encore 10 ans mais, de nos jours, cela se fait de plus en plus. Quand arrive une crise, une

décision importante à analyser, etc., le management a un avis forcément empreint de subjectivité. Le Conseil doit, quant à lui, essayer d'avoir un avis objectif. Or la façon dont est présenté un dossier au Conseil n'est pas forcément parfaitement objective. De bonne foi, le management peut avoir tendance à biaiser un peu l'information, il a sa propre vision et son propre intérêt. D'ailleurs, ce n'est pas étonnant, car présenter un projet de façon enthousiaste et convaincue, c'est son « job » !

Dans un environnement où la gouvernance est établie, que la société se trouve en temps normal ou de crise, il ne devrait pas y avoir de différence. Si les comités sont forts et structurés, ils se réunissent et imposent les demandes que les administrateurs leur transmettent. Ils sont aussi là pour demander l'étude complémentaire, ou parallèle, nécessaire à corroborer ou challenger les présentations du management. Au début, cela pouvait être choquant. Aujourd'hui, cela semble normal. Si le management s'y oppose en disant « on a fait le travail, il n'y a rien à voir », il faut en tirer les conséquences. Les comités doivent jouer leur rôle. Ils rapportent au Conseil, ils auditionnent les consultants, les experts, etc. Ce n'est pas une question de confiance ou de défiance vis-à-vis du management, mais de professionnalisme. Quant aux moyens financiers : « si on les veut, on les trouve et si on les demande, on les a ! ».

Une bonne pratique, assez fréquemment observée au Royaume-Uni par exemple, peut être de faire voter un budget dédié au président du Conseil que le Conseil peut utiliser à sa discrétion pour faire appel à des consultants, effectuer des recherches, solliciter des équipes. Le Conseil doit être doté de moyens financiers appropriés.

D'autres intervenants soulignent que le problème majeur n'est pas réellement budgétaire mais réside surtout dans la qualité et la transparence de la relation avec le management. Si la relation n'est pas aussi saine qu'on le souhaiterait, le management va ressentir comme un manque de confiance autour de son action, ce qui n'est pourtant généralement pas le cas. Le fait d'avoir un budget dédié officialise et normalise le fait que le Conseil a besoin de faire appel à de l'assistance externe et y fera appel quand bon lui semblera.

Il est rare qu'un président de Conseil refuse de diligenter une étude. Mais les présidents posent-ils les bonnes questions au bon moment, quitte à être en confrontation parfois avec le management ? C'est ce

qui garantit une relation où le Conseil est vraiment là pour « conseiller » et jouer son rôle et non seulement pour être une « chambre d'enregistrement » qui vote pour que les décisions soient prises. L'équilibre entre management et Conseil reste essentiel.

Pour le coup, l'Europe ressort en avance : aux Etats-Unis, le Conseil est celui « qui a la baguette », qui juge, sanctionne le management. En Europe, le Conseil endosse beaucoup plus ce rôle de support, de « conseiller » du management. Beaucoup d'administrateurs n'utilisent pas tous les pouvoirs dont ils sont investis. C'est une question d'autocensure, de soumission, de manque d'audace ou de crainte de ne pas être renouvelés... Pourtant, le Conseil a le pouvoir de démettre le président et le management et pas l'inverse !

Aussi, les administrateurs, qui connaissent moins bien leurs dossiers qu'ils ne le devraient, ne pêchent-ils pas par une confiance excessive dans le management lorsque ce dernier s'avère particulièrement charismatique et brillant ? Il y a forcément des dirigeants qui s'imposent et en imposent. Ce n'est pas si facile que cela de les challenger.

Certains membres du Cercle relèvent que tant qu'on n'a pas la contradiction des actionnaires, tout cela reste un peu théorique et utopique...

Mais il y a toutefois des signaux qui doivent alerter : par exemple des empilements de holdings et sur-holdings, notamment dans des pays étrangers. Des justifications valables peuvent être apportées, sur le plan fiscal notamment, mais encore faut-il poser les bonnes questions. Dans certains cas, ces signaux sont inaperçus car l'information n'est pas donnée (par exemple au motif qu'elle « n'est pas matérielle »). Les atteintes aux droits de l'homme, le travail des enfants etc. sont souvent opérés dans les petits pays dont l'activité n'est que très peu significative pour les groupes, et passe ainsi en dessous des radars de l'entreprise, alors que l'impact réputationnel d'une défaillance pourrait, lui, être très important.



La pratique du « huis clos » entre les auditeurs (internes et externes) et les comités hors de la présence du management est aussi très importante. Dialogue informel parfois fondé sur des seules présomptions ou des impressions. Mais sur cette base, cela permet d'initier certaines investigations, de réaliser des croisements d'intuitions « off the record ». Cela participe à la fonction de contrôle de l'administrateur, c'est important tout comme l'est la réflexion stratégique.

Les membres du Cercle sont plus réservés quant au bien-fondé de la pratique selon laquelle les administrateurs soient invités à assister aux grandes réunions de cadres au sein de l'entreprise. Cela arrive ponctuellement. Mais, bien que cela puisse être un bon poste d'observation, c'est aussi commencer à s'immiscer dans la gestion. Rien n'interdit en revanche d'obtenir la documentation, les comptes rendus, etc.

Egalement, si la représentation du personnel est bien organisée et bien considérée, c'est une source très intéressante d'informations pour les administrateurs. Si on traite l'administrateur représentant du personnel comme un administrateur à part entière comme les autres, cela marche. Le niveau de compétence s'améliore. Il faut que les administrateurs indépendants nouent la relation avec eux, car ils sont généralement en demande. Ils doivent être formés, et alors ils peuvent se montrer très fiers et investis dans leur mission. Des membres du Cercle reconnaissent qu'ils en ont perçu de nombreux aspects positifs, si le processus est bien nourri et si l'approche est bonne. Mais, lorsque sur certains dossiers les représentants du personnel arrivent avec leur texte convenu qu'ils lisent et qui n'a rien à voir avec le travail qu'on leur demande, c'est autre chose. D'autres relèvent que, de leur point de vue, ils ne sont pas du tout indépendants. Et dans un tel schéma, ce genre de réunions est néfaste.

### Intérêt social et « raison d'être »

Pour certains participants, la « raison d'être » est d'être au service de l'intérêt général et de l'économie. C'est important, notamment vis-à-vis des jeunes salariés qui sont très demandeurs et pour lesquels la création de valeur et le sens de l'intérêt individuel et collectif, prennent le pas sur la notion de capitalisme.

Les membres du Cercle rappellent que les initiateurs de cette réforme viennent du monde patronal au départ (E. Faber, J.D. Senard ...). Ce ne sont pas des

anticapitalistes. Dans leur esprit, il s'agit simplement de préserver la liberté d'entreprendre, le financement de l'activité économique par des capitaux privés. Les entreprises créent de la richesse ; en revanche, l'opinion publique semble penser, à tort ou à raison, que cette richesse n'est créée qu'au bénéfice d'un tout petit nombre d'acteurs. Si ceci perdure et qu'on n'arrive pas à faire comprendre que la richesse créée profite aussi aux employés, aux fournisseurs, aux banquiers, aux parties prenantes et à la société civile, alors l'économie sera tellement contestée qu'elle ne pourra pas perdurer. C'est symbolique mais c'est l'idée.

Pour l'ensemble des participants, il ne s'agit surtout pas d'un concept de communiquant, d'un slogan publicitaire ou d'une « base line ». C'est un travail quasi-introspectif sur le pourquoi on fait ce que l'on fait : pourquoi, pour qui, et comment ! Il y a une cohérence avec l'intérêt social, mais c'est un travail très profond. Mener cette réflexion est une façon d'être sûr d'aligner les acteurs clefs (Comex, Conseil d'administration, employés). C'est quelque chose qui doit prendre du temps, qui se doit d'être diffusé et « d'infuser » au sein de l'entreprise...

La « raison d'être » donne du sens à ce que font toutes les parties prenantes de la société. Si on ne parvient pas à l'exprimer, c'est problématique ou symptomatique d'une réflexion trop rapide ou superficielle. L'exprimer oblige aussi les personnes à réfléchir à l'adéquation entre ce qu'ils font et cette « raison d'être », entre certaines décisions stratégiques et cette « raison d'être ».

Faut-il l'inscrire ou pas dans les statuts ? On observe beaucoup plus de réticences à aller jusque-là. Certes, la « raison d'être » peut aussi évoluer dans le temps ... mais il n'y a pas de raison qu'elle évolue extrêmement rapidement non plus. L'inscrire dans les statuts peut-il augmenter les risques et donner lieu à des contestations judiciaires ? Le rapport d'un groupe de travail s'étant penché sur la question et à paraître bientôt conclue que cela n'est pas susceptible d'accroître l'exposition judiciaire des sociétés. Pour autant, très peu de sociétés se sont décidées à inscrire leur « raison d'être » dans les statuts. Outre la peur du risque juridique, celle de prêter le flanc au « bâton des activistes » n'est pas nulle sans doute, ainsi que le fait que les Conseils ne se sentent pas encore tout à fait prêts pour cela.