

L'ACTIVISME ACTIONNARIAL EN EUROPE EN 2022 : BILAN ET PERSPECTIVES

*par Armand W. Grumberg, avocat, associé de Skadden, Arps, Slate, Meagher & Flom LLP,
Head of European M&A,
et François Barrière, avocat, French counsel, Skadden, Arps, Slate, Meagher & Flom LLP,
professeur à l'université Lumière Lyon 2*

Skadden



Armand W. Grumberg



François Barrière

En 2022, les activistes ont encore démontré leurs capacités d'adaptation aux changements et aux nouveaux enjeux économiques et sociétaux. Ce phénomène, qui dispose de nombreux leviers, a connu une nouvelle augmentation notable en 2022 et beaucoup d'entreprises s'attendent à une poursuite de celles-ci en 2023¹. Les principales demandes émanant des activistes observées en 2022, portaient sur des changements au niveau managérial, ainsi qu'au sujet de la composition des conseils d'administration. Néanmoins, les

questions liées à la responsabilité sociétale et environnementale (RSE) ont été une des préoccupations fortes en 2022 et tout porte à croire que les questions RSE pourraient devenir prioritaires en 2023, même si un mouvement « *anti-ESG* » venant des Etats-Unis pourrait bientôt émerger en Europe.

Face à ces défis, l'évaluation pro-active des faiblesses potentielles et le renforcement de l'engagement des investisseurs sont des outils essentiels pour les conseils d'administration. En 2022, une grande variété d'activistes

¹ Source : *Activist Investing in Europe 2023* par *Activistmonitor* et Skadden.

Ce rapport analyse les résultats d'une enquête portant sur l'activisme actionnarial en Europe à laquelle ont participé 35 dirigeants de sociétés cotées en bourse et 15 représentants de l'activisme actionnarial au Royaume-Uni, en France, en Allemagne, en Italie et en Suisse. En l'absence d'autres précisions, les données mentionnées dans cet article en sont issues.

a émergé sur le marché européen, notamment des *hedge funds* et des fonds de *private equity*.

VERS UN NOUVEL ESSOR DE L'ACTIVISME ACTIONNARIAL EN EUROPE

Les entreprises européennes sont régulièrement ciblées par des campagnes d'activistes et ce phénomène devrait poursuivre sa croissance en 2023, eu égard notamment aux pressions économiques post-pandémiques liées aux performances des entreprises mais également du fait des pressions inflationnistes. Une des caractéristiques notables de ces activistes en Europe est qu'ils ne craignent pas d'exposer publiquement leurs demandes aux entreprises qu'ils ciblent, ce qui leur permet d'attirer de façon plus présente l'attention des dirigeants et de tenter de trouver un compromis avec d'autres actionnaires, devenant leur allié.

Selon le rapport *Activist Investing in Europe 2023*, 86% des sociétés déclarent avoir identifié des vulnérabilités susceptibles d'être soulevées par des activistes et 69% ont déjà abordé ces fragilités lors de discussions avec les actionnaires. En outre, 71% des sociétés anticipent une augmentation de l'activisme actionnarial en 2023 (48% s'attendent à une augmentation significative). En outre, près de 74% des personnes interrogées se disent inquiètes de la part grandissante des attaques émanant d'activistes provenant du Royaume-Uni. Le rapport indique que le nombre de campagnes d'activistes en Europe a atteint le nombre de 341 en décembre 2022, soit une hausse de 18%, par rapport à 2021. Les sociétés dont la capitalisation boursière est supérieure à 2 milliards de dollars ont été leurs principales cibles. Elles ont été visées par 30 campagnes, soit une augmentation de 67% par rapport aux 18 enregistrées en 2021.

En réaction à cette situation, un certain nombre de sociétés ont annoncé de vastes plans de « *revues stratégiques* » afin de gagner en efficacité dans l'analyse des différentes possibilités ainsi que pour recueillir l'avis de leurs actionnaires.

En outre, un tiers des personnes interrogées confirment que les demandes des activistes proviennent d'investisseurs hors du pays de la société en cause.

Avec le développement des nouvelles technologies, les informations portant sur les opportunités commerciales sont disponibles très rapidement : l'exploitation des vulnérabilités d'une société est ainsi facilitée. La dernière tendance montre que les *hedge funds* sont en tête des campagnes d'activistes. Ainsi, 54% des entreprises indiquent une augmentation significative des contacts de la part des *hedge funds* par rapport aux 12 mois précédents. Les fonds de *private equity* ont également fait entendre leur voix, 23%

et 57% des sociétés interrogées décrivant ces organisations comme étant, respectivement, beaucoup plus actives et un peu plus actives au cours des 12 derniers mois.

Pour dissuader les campagnes d'activistes, certains estiment que le simple fait d'identifier les vulnérabilités potentielles et de discuter de ces questions avec les actionnaires ne constitue pas une stratégie suffisamment efficace. Elles optent plutôt pour des mesures plus agressives. Ainsi, 23% des entreprises interrogées déclarent avoir mis en place des dispositions défensives pour dissuader les activistes, ou ont prévu de le faire.

LA GOUVERNANCE DES SOCIÉTÉS, UNE CIBLE PRIVILÉGIÉE POUR LES ACTIVISTES

Comme en 2021, les changements de direction ou de conseil d'administration ont prédominé en 2022, avec 26 demandes de ce type émises (en hausse de 53% par rapport aux 17 en 2021). Les demandes s'opposant à un projet d'acquisition ou de fusion sont presque aussi fréquentes, avec 23 demandes. Il s'agit d'une augmentation considérable par rapport aux deux dernières années.

Dans le rapport *Activist Investing in Europe*, un membre du conseil d'administration d'une société allemande a déclaré qu'« *il y aura une augmentation significative de l'activisme des actionnaires car les rendements ne sont pas aussi favorables que les investisseurs l'avaient prévu* ». En effet, les risques de pandémie et d'inflation ont affecté la rentabilité des entreprises en 2022. Beaucoup de sociétés n'ont pas atteint leurs objectifs de performance financière. C'est sans doute pourquoi près des trois quarts (71%) des sociétés ayant été interrogées dans le cadre de ce rapport s'attendent à voir les demandes d'activistes augmenter au cours des 12 prochains mois.

Même en période de turbulences, les activistes ne sont pas enclins à laisser les entreprises se reposer sur leurs performances. Des dividendes à l'ESG, les activistes trouveront aisément des moyens pour faire pression sur les conseils d'administration.

En Europe, 68% des sociétés s'attendent à une augmentation du nombre d'offres publiques d'achat non-sollicitées ou hostiles cette année, chiffre en baisse par rapport à l'année dernière (86%).

Parmi les activistes interrogés, environ deux tiers (67%) s'attendent à prendre part à trois ou quatre campagnes au cours des 12 prochains mois, les autres en prévoyant une ou deux. Les activistes veulent des réformes majeures en matière de qualité opérationnelle et de conformité ESG. Ils considèrent le Royaume-Uni comme le marché européen où se situent les meilleures opportunités en

matière d'activisme eu égard aux changements intervenus notamment sur le plan politique et réglementaire, suivi de près par la France et la Suisse. Ceci est dû à une plus grande transparence des sociétés, ce qui augmente donc les chances pour les activistes d'identifier des failles. Le rapport *Activist Investing in Europe 2023* indique qu'il est fort probable que les activistes Nord-Américains scrutent de près la scène européenne eu égard à la soudaine perturbation de la stabilité économique et géopolitique. Près des deux tiers des personnes interrogées (64%) considèrent qu'il s'agit d'une source très probable d'activisme.

Certains secteurs semblent plus vulnérables aux campagnes d'activistes ; en particulier, 26% des personnes interrogées considèrent que les secteurs des technologies, médias, et télécommunications sont les plus susceptibles d'être le théâtre d'un activisme plus important que tout autre secteur au cours des 12 prochains mois.

Le rapport pointe une autre source d'inquiétude pour les entreprises. En effet, 82% des sociétés interrogées craignent que les activistes rendent leurs demandes publiques, plutôt que de travailler discrètement en coulisse avec les conseils d'administration et les équipes de direction. Les activistes ont parfaitement conscience qu'ils ont plus de chance d'être entendus avec une stratégie d'activisme exposée au public.

Les changements de gouvernance font donc toujours partie des questions privilégiées des activistes en Europe. D'ailleurs, un plus grand nombre de campagnes cible les directions des entreprises et plus particulièrement les PDG. Il a ainsi été observé que 20% en moyenne des PDG européens cessaient leurs fonctions dans les 6 mois suivant une campagne d'activistes. En quelque sorte, le *management* sera tenu responsable et critiqué s'il n'a pas été capable de créer de meilleures opportunités de croissance et de développement. Les activistes évoqueront souvent un manque de diversité ou d'indépendance du *management*. Néanmoins, la gouvernance n'est pas la seule priorité des activistes. En effet, les entreprises prévoient que la gouvernance (citée par 18% des répondants comme étant la cible la plus fréquente des activistes) et les changements environnementaux (14%) constitueront des points de vigilance.

L'IMPORTANCE CROISSANTE DES CRITÈRES ESG ET L'ÉMERGENCE D'UN MOUVEMENT « ANTI-ESG »

En 2023, les considérations ESG devraient être l'un des principaux points d'attention de l'activisme en 2023. 96% des dirigeants de sociétés interrogés pensent que les activistes accorderont de plus en plus la priorité aux

questions ESG au cours des 12 prochains mois. Il y a plusieurs explications à ce phénomène. Certains activistes semblent croire sincèrement que les entreprises ne font pas assez d'efforts en matière de RSE. Cette position peut s'appuyer sur des motivations différentes, certains investisseurs se concentrant sur l'impératif moral d'agir tandis que d'autres s'inquiètent davantage des conséquences financières ou réglementaires d'un manque d'action rapide.

Il est également vrai que de nombreux activistes voient un potentiel de hausse pour les entreprises dans lesquelles ils ont investi si celles-ci sont capables de développer un avantage concurrentiel grâce à leur approche des questions RSE. Certains activistes estiment qu'une entreprise respectueuse des enjeux RSE est plus performante.

Au Royaume-Uni, le cadre réglementaire a évolué sur ces aspects. Ainsi, la *Taskforce on Climate-Related Financial Disclosures* incite les sociétés à prendre des mesures supplémentaires concernant les critères ESG. Cela ne répond toutefois pas à toutes les préoccupations. En effet, certains investisseurs estiment que les sociétés n'adoptent pas ces politiques RSE assez rapidement. La transparence est ainsi devenue un élément essentiel pour les activistes, qui estiment qu'il est devenu très difficile de comparer les performances de différentes sociétés à cause du manque de transparence et d'homogénéité dans la publication des informations.

Le nombre de campagnes d'activistes s'opposant à un trop grand développement de l'ESG, que l'on pourrait nommer « *anti-ESG* », pourraient augmenter dans le futur, se combinant le cas échéant avec des demandes de changements de *management*.

La rhétorique anti-ESG a, en effet, gagné progressivement en popularité. En effet, certains arguent que trop de prise en compte de l'ESG a un impact négatif sur la valorisation des sociétés et les retours sur investissements pourraient à terme être menacés si la part des préoccupations environnementales devient trop importante, au détriment des critères de rentabilité traditionnels.

Pour certains, la priorité d'une société commerciale doit demeurer la recherche de bénéfices. En quelque sorte, à trop se préoccuper des questions RSE, les sociétés seraient moins enclines à rechercher des profits, ce qui pourrait impacter les distributions de dividendes. Il sera donc intéressant de voir si ces critiques se développeront à l'avenir en Europe, en général, et plus particulièrement en France.

D'autres catégories de demandes d'activistes telles que les alternatives stratégiques, les changements de gouvernance, et les rémunérations des dirigeants, continueront à faire partie des autres thèmes de prédilection des activistes.

LA TRANSPARENCE, MESURE PRÉVENTIVE CONTRE L'ACTIVISME

La question qui se pose naturellement est de savoir comment les dirigeants d'une société doivent réagir face aux demandes d'un activiste.

Selon un quart des répondants (soit 26%), l'une des mesures les plus efficaces est la transparence. Si la communication est transparente, notamment sur les performances, les actionnaires seront moins susceptibles de soutenir les interventions des activistes, car la transparence augmente la confiance entre la société et ses actionnaires. Ces derniers n'auront pas l'impression que l'entreprise dissimule des informations essentielles sur un quelconque aspect de l'activité.

Pour limiter les risques d'être ciblées par des activistes, plusieurs options s'offrent aux sociétés. Ainsi, 20% des personnes interrogées suggèrent que l'engagement régulier des entreprises auprès des actionnaires est le moyen le plus efficace d'éviter d'être la cible des activistes. Un dialogue actionnarial, une analyse des propositions notamment en termes de gouvernance, voire la création d'un comité *ad hoc* chargé d'analyser les vulnérabilités de la société, sont autant de possibilités.

La volonté des entreprises d'évaluer régulièrement leurs règles de gouvernance, afin de s'assurer qu'elles disposent d'un cadre permettant de responsabiliser le conseil d'administration et la direction, est tout aussi importante et est citée par 20% des personnes interrogées comme une mesure préventive cruciale. Lorsqu'elles sont confrontées à une campagne publique d'activisme, les sociétés con-

cernées doivent en tout cas non seulement communiquer avec les activistes, mais aussi avec le marché et les investisseurs institutionnels, afin de multiplier les possibilités de soutien.

L'identification des actionnaires et de leurs bénéficiaires effectifs reste un élément majeur en matière de transparence, tout comme la communication avec les actionnaires. De nombreuses entreprises en Europe hésitent à établir une plateforme qui permette un dialogue bilatéral institutionnalisé plus large. Même si les activistes ont des opinions parfois divergentes, un tiers (33%) disent qu'ils souhaitent surtout voir les entreprises créer des plateformes plus formelles de dialogue avec les actionnaires, afin de faciliter la discussion et la résolution des problèmes.

Force est donc de constater que l'activisme actionnarial devrait encore s'intensifier dans les mois à venir, notamment sur les questions RSE. En effet, les activistes semblent de plus en plus susceptibles de donner la priorité aux questions environnementales et sociales dans leurs demandes, se positionnant comme des « *investisseurs responsables* ». Le développement durable devient également un sujet important, notamment en ce qui concerne les problèmes d'éco-blanchiment, qui pourrait alimenter de nombreuses campagnes d'activistes en 2023.

Dans ce contexte, le décor est planté pour une nouvelle année d'activisme actionnarial combatif en Europe. Les entreprises bien gérées, qui anticipent et donnent la priorité à l'engagement des investisseurs, seront les mieux placées pour faire face à ces menaces et pour résoudre les problèmes au fur et à mesure qu'ils apparaissent, ou, idéalement, avant même qu'ils aient une chance de faire surface.