

DOSSIERS / 19 Septembre 2018

## L'essor de l'activisme actionnarial en France

par **Olivier de Vilmorin, avocat aux Barreaux de Paris et de New York, Associé, Sullivan & Cromwell LLP,**  
et **Arnaud Berdou, avocat au Barreau de Paris, Sullivan & Cromwell LLP1**



Olivier de Vilmorin



Arnaud Berdou

« William Ackman<sup>2</sup> me rappelle un enfant pourri gâté » : tel est le qualificatif que le directeur général d'ADP (Automatic Data Process), Carlos Rodriguez, a prêté au fondateur d'un fonds activiste américain en août 2017 lorsque ce dernier accroissait sa participation au capital de la société et réclamait des sièges au conseil d'administration<sup>3</sup>. Si ces attaques ad hominem ne sont pas monnaie courante, elles illustrent les relations parfois conflictuelles entre sociétés cibles et actionnaires activistes<sup>4</sup>. Bien que cette passe d'armes concerne ici des protagonistes américains, le phénomène sous-jacent de l'activisme actionnarial n'est, quant à lui, plus l'apanage des Etats-Unis : les campagnes activistes demeurent toujours plus répandues outre-Atlantique (représentant 57% des 805 cas mondiaux recensés en 2017<sup>5</sup>), mais l'Europe a enregistré une hausse de 30 % des campagnes d'activisme en un an, atteignant les 142 cas en 2016 et se contractant légèrement à 135 cas en 2017<sup>6</sup>. Le marché français n'est pas en reste puisque la France serait devenue « le deuxième pays le plus visé en Europe »<sup>7</sup>.

L'activisme actionnarial devrait continuer à progresser en France et ce pour au moins trois raisons.

D'abord, le modèle capitalistique des sociétés françaises tend vers un actionnariat de plus en plus dispersé<sup>8</sup>. Cette dispersion n'est pas limitée aux sociétés composant l'indice CAC 40, mais s'étend aussi aux sociétés cotées de plus petite taille<sup>9</sup>. Ce contexte est favorable aux fonds activistes, d'autant plus que ce phénomène s'accompagne généralement d'un faible quorum des actionnaires en assemblée générale<sup>10</sup>.

Les activistes américains cherchent désormais à exporter leur pratique et conquérir de nouveaux marchés, comme en témoigne l'ouverture de succursales européennes (Elliott Management à Londres depuis 2004<sup>11</sup> ou encore Pershing Square Capital Management à Amsterdam depuis 2014<sup>12</sup>) ou le lancement par certains fonds de leur première campagne européenne (notamment Corvex Management et Sachem Head Capital Management en 2017-2018<sup>13</sup>).

Enfin, la sensibilité aux sujets de gouvernance s'est accrue au fil des années. L'essor des principes de « corporate governance » s'est ainsi manifesté à travers la multiplication d'études spécialisées et de rapports des autorités de marché<sup>14</sup>. Le législateur a également contribué au perfectionnement du gouvernement d'entreprise dans les relations entre dirigeants et actionnaires<sup>15</sup>.

L'action activiste revêt de nombreuses formes, bien qu'il soit possible de dégager deux grands profils.

Tout d'abord, celui d'un activisme lié à une opération spécifique de la société (ou « transaction-driven »). Certains investisseurs, à l'occasion de l'annonce par la société d'une opération ponctuelle, s'opposent frontalement aux dirigeants et tentent d'infléchir la décision du management, voire de convaincre du mal/bien-fondé de l'opération. Exemple pourrait être donné de la campagne contre Safran menée par son actionnaire, le fonds TCI (ou The Children's Investment Fund), dans le cadre du rapprochement entre Safran et Zodiac Aerospace (Zodiac). L'action a notamment conduit Safran à réduire le prix par action proposé dans le cadre de l'offre publique, reflétant une réduction de la valeur de Zodiac de plus d'un milliard d'euros par rapport à l'annonce initiale<sup>16</sup>.

Le second profil serait celui d'un activisme lié à la gouvernance et la stratégie de la société, plutôt axé sur le long terme. L'action activiste dépasse ici le cadre d'un simple événement ponctuel. Les points de contestation des actionnaires activistes européens portent principalement sur la stratégie de l'entreprise (31 %), la gouvernance de la société-cible (en particulier la composition des organes d'administration<sup>17</sup>) (29 %) et sur des sujets liés au « management » de la société, notamment l'organisation et la rémunération des dirigeants<sup>18</sup> en place (23 %)<sup>19</sup>. Récemment, on notera ainsi que le Président - Directeur général de la société Rexel, Rudy Provoost, a dû démissionner à la suite de l'opposition du fonds activiste suédois Cevian Capital au nouveau plan stratégique proposé par la direction<sup>20</sup>. Ce type de profil est particulièrement répandu aux Etats-Unis et conduit souvent à des solutions similaires à l'affaire « Rexel », à l'image de l'action du fonds Elliott Management qui s'immisça dans la

Retrouvez cette article sur notre site internet à l'adresse:

<http://fusions-acquisitions.fr/article/dossiers-5/l-essor-de-l-activisme-actionnarial-en-france-3029>

stratégie du pétrolier américain BHP Billiton<sup>21</sup> ou plus récemment de celle de Trian Fund Management dont son fondateur, Nelson Peltz, vient d'entrer au conseil d'administration de Procter & Gamble afin d'influencer sa stratégie<sup>22</sup>.

La prise d'une participation au capital de la société-cible est de fait la première étape qu'entreprend un investisseur ayant des visées activistes. L'investisseur dispose ensuite d'un large éventail d'outils juridiques et médiatiques qu'il peut combiner pour arriver à ses fins (I). En réaction à une campagne activiste, la société-cible peut alors chercher à dialoguer avec l'actionnaire en parallèle de la mise en place de divers mécanismes de défense (II).

## I. Devenir actionnaire, communiquer et agir : analyse d'une campagne activiste

De fait, la première étape du parcours d'un investisseur entendant mener une politique activiste consiste à prendre une participation au sein du capital de la société-cible (A). Est ensuite mise en œuvre une campagne de communication qui débute souvent de manière confidentielle, avant de devenir publique (B). L'activiste dispose par ailleurs de divers moyens afin de parvenir à ses fins (C).

### A. Entrer au capital de la société-cible

Tout investisseur peut évidemment acquérir au fil de l'eau des actions de la cible sur le marché pour devenir actionnaire. Différents blocs d'actions de la société peuvent également être positionnés à la vente ; les acquérir permettrait alors à l'investisseur de construire rapidement une position plus significative.

Outre l'investissement direct par l'achat d'actions en propre, d'autres techniques peuvent également être mobilisées par l'investisseur afin de constituer sa position, telle que le recours à (i) une opération de « reverse book-building » (ou construction renversée du livre d'ordres)<sup>23</sup> ou (ii) une offre publique d'acquisition portant sur une fraction seulement du capital de la société visée ne pouvant excéder 10 % du capital et des droits de vote (bien que ce modus operandi soit plus théorique).

Quoi qu'il en soit, il est important de noter qu'une faible participation ne constitue pas une barrière à l'action activiste. Ainsi, la proposition en assemblée de révoquer un administrateur de la cible n'est soumise à aucun niveau de participation minimum<sup>24</sup>. En outre, dans les sociétés à forte capitalisation boursière, un actionnaire activiste peut également requérir l'inscription de points ou de projets de résolution à l'ordre du jour de la prochaine assemblée de la société-cible même s'il ne représente pas 5 % de son capital – lorsque le capital social est supérieur à 750 000 euros, une fraction inférieure à 5 % du capital résultant d'un calcul par tranches de capital suffit<sup>25</sup>. Par exemple, si le capital social de la société est de 150 millions d'euros, un actionnaire peut se contenter de posséder 0,63 % de son capital pour pouvoir exercer ces prérogatives. C'est ainsi que fin 2014, le fonds américain PSAM (Peter Schoenfeld Asset Management) a pu requérir à l'assemblée générale de Vivendi la distribution d'un dividende exceptionnel de neuf milliards d'euros et la cession d'Universal Music alors qu'il ne détenait que 0,8 % du capital social du groupe de médias<sup>26</sup>.

Il est aussi intéressant de relever que la capitalisation boursière des sociétés n'effraie plus les fonds activistes : d'après une récente étude, sur les 651 nouveaux cas d'activisme recensés dans le monde entre juin 2017 et juin 2018, 200 (soit 30,7 %) et 68 (soit 10,5 %) d'entre eux visaient respectivement des groupes dont la capitalisation boursière était supérieure à un et dix milliards de dollars<sup>27</sup>.

### B. Communiquer ses intentions

#### 1) L'initiation de discussions confidentielles avec la direction en place

Traditionnellement, l'activiste cherche à initier une phase de discussion informelle avec l'équipe de direction, se caractérisant notamment par son caractère confidentiel. Celles-ci devraient être accueillies de manière constructive, les dirigeants ayant intérêt à préempter toute mauvaise presse à leur égard.

Les destinataires d'une telle prise de contact sont généralement les dirigeants, les membres du conseil d'administration et le département « Investors Relations » des sociétés-cibles. Il arrive même que l'activiste cherche à les contacter avant son entrée au capital afin d'exposer sa stratégie vis-à-vis de la société. Ce contact peut prendre plusieurs formes, aussi bien indirecte (un autre actionnaire est dépêché pour s'entretenir avec la direction) que directe, où l'investisseur peut employer toute une gamme de moyens : conversation orale « sur le moment », appels téléphoniques ou encore envoi de courriers. En apparence bénins, de tels échanges sont souvent l'occasion pour l'activiste de poser des questions sur la stratégie à long terme de la société ou sur des opérations spécifiques, avant d'exposer sa vision des affaires et susciter une réaction de la direction.

#### 2) Le lancement d'une campagne publique de communication activiste

L'action activiste entre maintenant dans une seconde phase, qui est hostile. L'activiste entame des campagnes de presse plus ou moins virulentes vis-à-vis de la direction en place. Cette campagne peut être initiée indépendamment de tout événement spécifique<sup>28</sup> ou à la suite de l'annonce par l'émetteur d'un projet d'opération de croissance externe ou d'un nouveau plan stratégique que l'activiste désapprouve vivement.

La campagne de TCI dans l'affaire française « Safran / Zodiac »<sup>29</sup>

Les sociétés Safran et Zodiac avaient conjointement annoncé le rapprochement des deux groupes par voie d'offre publique suivie d'une fusion, dans l'optique de créer un leader mondial de l'aéronautique<sup>30</sup>. Le prix de l'offre devant être initiée par Safran était fixé à 29,47 € par action Zodiac. Actionnaire de Safran, TCI a immédiatement contesté l'opération par voie publique, écrivant ainsi simultanément au Président du conseil d'administration de Safran<sup>31</sup>, à l'AMF<sup>32</sup> et aux autres actionnaires de Safran<sup>33</sup>, reprochant notamment à Safran de vouloir acquérir une société surévaluée et en grande difficulté, et de ne soumettre le vote sur la fusion qu'après l'offre publique. Le fonds activiste invitait les autres actionnaires à réclamer un vote sur la fusion avant l'offre publique et alertait l'AMF sur des soupçons d'optimisation fiscale au profit des actionnaires familiaux de Zodiac qui n'apporteraient pas leurs titres à l'offre.

La forme de la campagne est originale en ce que TCI diversifia ses canaux de communication, créant notamment un site Internet dédié sur lequel furent publiés tous les échanges avec la direction<sup>34</sup> et des documents schématiques récapitulant ses arguments et la solution à adopter<sup>35</sup>. TCI multiplia les courriers tant au Président du conseil d'administration<sup>36</sup>, qu'à l'AMF<sup>37</sup> et même à chacun des administrateurs<sup>38</sup>, contestant tantôt la viabilité des synergies et la valeur de l'action Zodiac<sup>39</sup> ou menaçant d'engager une action en responsabilité individuelle pour violation de la réglementation boursière<sup>40</sup>.

La campagne ne fit pas obstacle à l'opération mais conduisit Safran à réduire le prix par action proposé (de 29,47 € à 25 €), reflétant une réduction de la valeur de Zodiac de plus d'un milliard d'euros par rapport à l'annonce initiale.

La campagne de Pershing Square Capital Management dans l'affaire américaine « ADP »<sup>41</sup>

La campagne de Pershing Square Capital Management dans l'affaire américaine « ADP »

En juillet 2017, le fonds américain activiste Pershing Square Capital Management (PSCM) acquit une participation dans la société ADP, spécialiste des logiciels d'externalisation professionnelle, dans un contexte florissant pour l'action ADP (augmentation du cours en Bourse de +3 % depuis début 2017)<sup>42</sup>. Quelques jours plus tard, l'actionnaire déclara publiquement ses intentions et reprocha à ADP de ne pas performer aussi bien que ses concurrents, eu égard à une gouvernance déficiente et au rôle passif du directeur général, Carlos Rodriguez. Alors que le renouvellement du mandat des administrateurs devait s'effectuer en août, l'activiste en réclama le report pour pouvoir présenter ses propres candidats, au nombre de cinq, dont le gestionnaire du fonds activiste lui-même, William Ackman<sup>43</sup>. Le cours de bourse bondit alors de 2,9 %.

En réaction à cette annonce, ADP se défendit en invoquant une hausse de près de 200 % de la valeur de la société depuis le début du mandat de Carlos Rodriguez, ainsi que l'indépendance et la qualité des administrateurs en place au regard de leur expertise dans le domaine de la technologie et de la finance. Le ton de la campagne s'est alors durci très rapidement, l'activiste n'hésitant pas à qualifier le PDG de « très inefficace », ce dernier lui répondant que son gestionnaire est « un enfant pourri gâté qui ne sait pas de quoi il parle » à la télévision nationale<sup>44</sup>. Le vote en assemblée générale sur ces sujets fut alors repoussé et fixé définitivement au 7 novembre 2017.

La campagne de PSCM employa alors tous les moyens de communication publics imaginables pour toucher et convaincre les actionnaires d'ADP de soutenir ses candidats : lettres ouvertes aux actionnaires d'ADP, à la direction d'ADP ou aux agences de conseil en vote (« proxy advisors »), le tout étant consigné dans un site internet dédié<sup>45</sup>. Tout au long de l'été et de l'automne 2017, l'activiste aura également recours à des documents de présentation extensifs récapitulant le potentiel et la position d'ADP sur le marché, celle de PSCM et l'intérêt d'un changement d'administrateurs à la lumière des enjeux compétitifs et financiers du secteur<sup>46</sup>. Il diffusa en outre des vidéos relatant sa stratégie de création de valeur chez ADP, agrémentées de critiques à l'encontre du PDG actuel<sup>47</sup> et acheta des emplacements publicitaires dans les journaux et sur les réseaux sociaux afin de séduire les actionnaires d'ADP quant à sa candidature<sup>48</sup>.

Cette occupation de l'espace médiatique ne suffit néanmoins pas à convaincre les actionnaires qui rejetèrent les propositions de nomination de PSCM et renouvelèrent les dix administrateurs précédemment en poste<sup>49</sup>. L'activiste se félicita néanmoins d'avoir contribué à renforcer l'intérêt d'ADP auprès des investisseurs et à avoir ainsi augmenté sa valeur de marché, tandis que le dirigeant de la cible souhaitait que ce vote envoie un message clair aux activistes comme quoi ADP est une société résistante et sur le droit chemin<sup>50</sup>.

C. Mettre en œuvre son plan d'action : quels sont les moyens juridiques à la disposition de l'activiste ?

1) L'exercice des droits de l'actionnaire

Retrouvez cette article sur notre site internet à l'adresse:

<http://fusions-acquisitions.fr/article/dossiers-5/l-essor-de-l-activisme-actionnarial-en-france-3029>

En parallèle de la campagne de presse, l'investisseur activiste peut utiliser et combiner l'ensemble des droits dont il dispose en sa qualité d'actionnaire.

Quel que soit le nombre d'actions qu'il détient, l'actionnaire activiste a la faculté de poser par écrit des questions auxquelles le conseil d'administration ou le directoire, selon le cas, est tenu de répondre au cours de l'assemblée générale ou sur le site Internet de la société<sup>51</sup>. En fonction de l'ordre du jour de l'assemblée, un actionnaire activiste peut avoir intérêt à exercer ce droit afin de contraindre les dirigeants en place à justifier publiquement en quoi la stratégie actuellement menée est créatrice de valeur ou les raisons pour lesquelles ils refusent de faire droit à l'une de ses demandes. L'activiste peut soumettre autant de questions qu'il le souhaite à condition, cependant, de ne pas détourner la finalité de l'assemblée générale, à savoir « l'information de l'actionnaire pour qu'il participe (...) à la vie de la société<sup>52</sup> ». On remarquera qu'outre-Atlantique, les questions écrites posées par les activistes donnent souvent lieu à une réponse avant l'assemblée générale, dans une optique de plus forte publicité tant pour le demandeur que pour la société-cible. Attendre l'assemblée générale pour répondre pourrait être perçu comme une tentative de gagner du temps face à l'activiste<sup>53</sup>.

Un actionnaire activiste peut également requérir l'inscription de points ou de projets de résolution à l'ordre du jour de la prochaine assemblée de la société-cible, s'il représente seul ou avec d'autres actionnaires au moins 5 % de son capital, ou lorsque son capital social est supérieur à 750 000 euros, une fraction inférieure de son capital résultant d'un calcul par tranches de capital<sup>54</sup>. En raison du principe d'immuabilité de l'ordre du jour d'une assemblée générale qui est arrêté par l'auteur de la convocation de l'assemblée (le conseil d'administration ou le directoire de la société, selon le cas<sup>55</sup>), un actionnaire activiste a tout intérêt à présenter des projets de résolution portant sur ses demandes comme la cession d'un actif de la société ou la distribution d'un dividende exceptionnel<sup>56</sup>. En tout état de cause, il peut utiliser ce dispositif pour mettre la pression sur les dirigeants en place et de ce fait, les forcer à négocier et trouver un accord avant la tenue de l'assemblée. La passe d'armes entre PSAM et Vivendi en est une récente illustration : après avoir trouvé un accord avec Vivendi le 8 avril 2015, PSAM annonça retirer les projets de résolution qu'il avait déposés en vue de l'assemblée générale du 17 avril 2015<sup>57</sup>.

## 2) La judiciarisation des campagnes d'activisme actionnarial

Selon les ressources dont disposent les actionnaires activistes, certains n'hésitent pas à faire usage des tribunaux, tant pour mettre la pression sur les dirigeants de la société-cible que pour faire valoir leurs droits d'actionnaire, n'hésitant pas à agir en référé, à l'image de la saisine du tribunal de commerce de Nanterre en janvier 2008 par les sociétés de gestion Centaurus Capital L.P. et Pardus Capital Management LLC dans l'affaire « Atos Origin »<sup>58</sup>.

En France, les dernières années ont vu une recrudescence du nombre d'actions activistes ayant été examinées par les tribunaux.

### L'affaire « Elliott Management / XPO Logistics »

A cet égard, l'action du fonds américain (fondé par Paul Singer) Elliott Management visant Norbert Dentressangle<sup>59</sup> est notable. Alors que le groupe XPO Logistics Europe avait lancé une offre publique sur le transporteur français, le fonds Elliott avait augmenté sa participation et franchi le seuil de 5 % du capital et des droits de vote afin de bloquer le retrait de la cote auquel désirait procéder l'initiateur. Reprochant à Elliott Management d'avoir construit sa participation par l'utilisation de produits dérivés et en violation de l'obligation de déclarer ses intentions, le nouvel actionnaire majoritaire intenta une action en justice en 2015 et obtint l'interdiction du transfert par Elliott de sa participation à quiconque, à l'exception de XPO<sup>60</sup>. Le fonds activiste répliqua immédiatement et obtint une injonction quelques semaines plus tard interdisant toute intégration entre le groupe américain et la cible française, tant que le premier n'aura pas précisé ses intentions<sup>61</sup>. A la suite de la nomination d'un nouveau Président du directoire en la personne de l'Américain Troy Cooper, cumulant ainsi le poste de responsable des opérations de XPO au niveau mondial avec la direction de la filiale européenne, Elliott réagit immédiatement et sollicita la révocation de ce dernier<sup>62</sup>, rejetée en assemblée. Il a alors intenté une action en responsabilité ut singuli, toujours en suspens, contre tous les membres du directoire en fonction au moment des faits.

Dans l'affaire « CIAM / Altice-SFR », le fonds CIAM (ou Charity Investment Asset Management), déjà à l'initiative de la contestation de l'offre publique d'échange d'Altice sur SFR, poursuit sa campagne activiste sur le terrain pénal de l'abus de biens sociaux<sup>63</sup>. L'activiste dispose donc d'une palette de possibilités dont la mise en mouvement s'est accrue en France.

## II. Se préparer, dialoguer et se défendre : l'équilibre à trouver par la société-cible

Pour se défendre face à un actionnaire activiste, une phase préalable de préparation des dirigeants et des équipes de la cible est nécessaire (A). Si l'activiste est déjà en campagne, la cible peut encore chercher à dialoguer, mais elle

*Retrouvez cette article sur notre site internet à l'adresse:*

<http://fusions-acquisitions.fr/article/dossiers-5/l-essor-de-l-activisme-actionnarial-en-france-3029>

peut aussi mettre en œuvre des mécanismes de défense afin de faire barrage ou retarder le déroulement de la campagne activiste (B).

## A. Se préparer en amont

### 1) Faire le point sur sa situation

Avant toute chose, les dirigeants d'une société cotée ne doivent pas attendre d'être sous le feu d'un actionnaire activiste pour agir. Il est essentiel de s'organiser en interne pour être en mesure de répondre rapidement, et de manière efficace, à une action activiste.

Chaque émetteur doit analyser de manière critique sa situation pour savoir s'il est susceptible d'intéresser d'éventuels investisseurs activistes. L'objet de cet exercice est d'identifier les arguments qu'un actionnaire activiste pourrait potentiellement avancer le moment venu afin de préempter l'attaque en amont ou de préparer un contre-argumentaire solide. Il convient donc de se demander à cette occasion si une scission du groupe ou la cession de divers actifs ne permettrait pas de mieux valoriser la société, ou s'il est possible d'améliorer le gouvernement d'entreprise actuel de l'émetteur. Le plan d'affaires doit également être passé en revue, tout en comparant la position de la société à celle de ses concurrents directs.

Il est souvent utile d'engager un conseil financier spécialisé pour réaliser une telle analyse. Cette équipe externe à la société est en effet plus à même d'aborder certains sujets sensibles au sein de la société, voire de prendre le recul nécessaire par rapport à la stratégie mise en œuvre par l'équipe dirigeante. Ce faisant, les dirigeants de l'émetteur auront à leur disposition les éléments leur permettant de répondre très rapidement et de manière circonstanciée aux éventuelles critiques d'un investisseur.

S'organiser en interne est également indispensable. Instaurer des lignes directrices pouvant être suivies par les équipes dirigeantes en cas d'attaque est un début. Le but est que les personnes concernées en interne puissent facilement se mobiliser et prendre les bonnes décisions, rapidement. Des personnes référentes peuvent aussi être désignées à cet effet.

Les conseils financiers et juridiques, ainsi qu'une agence de communication spécialisée, devraient aussi être présélectionnés en amont, de sorte que les équipes de la société-cible puissent s'entourer d'experts si besoin dans les meilleurs délais. La rapidité avec laquelle une société est en mesure de riposter est primordiale.

### 2) Connaître et interagir avec ses actionnaires

Il est ensuite important pour les dirigeants d'une société cotée de bien connaître ses actionnaires.

Concernant les titres inscrits au nominatif, l'émetteur a de fait connaissance de l'identité de leurs détenteurs, ces titres étant inscrits dans des compte-titres ouverts dans ses livres<sup>64</sup>.

La tâche se complique en revanche concernant les titres au porteur dans la mesure où ceux-ci sont inscrits dans des compte-titres ouverts auprès d'un intermédiaire et non de l'émetteur. Aussi, pour tenter d'identifier leurs titulaires, la réalisation d'une étude des titres au porteur identifiables (TPI) est nécessaire<sup>65</sup>.

L'équipe dirigeante d'une société cotée doit prendre le temps de tisser des liens étroits avec ses actionnaires. Il est important d'avoir une relation privilégiée avec ses actionnaires et de maintenir un dialogue régulier avec eux tout au long de l'année. Ils doivent comprendre la stratégie menée par la direction de la société pour être en mesure de la soutenir le moment venu (y compris publiquement). Pour ce faire, la société-cible peut chercher à développer des clubs d'actionnaires<sup>66</sup>, l'envoi de « lettres d'actionnaire » ou encore l'organisation de visites de site<sup>67</sup>.

### 3) Faire une analyse critique de ses statuts

En outre, chaque émetteur doit se demander si ses statuts sont adaptés aux menaces que représente l'activisme actionnarial.

Par exemple, outre les seuils légaux prévus par l'article L. 233-7, I du Code de commerce, les statuts d'un émetteur peuvent prévoir des seuils de participation supplémentaires pouvant être compris entre 0,5 % et 5 % du capital ou des droits de vote, dont le franchissement à la hausse ou à la baisse par un investisseur doit être déclaré à la société<sup>68</sup>. De cette manière, une société cotée peut être rapidement informée après qu'un investisseur a pris une participation dans son capital.

En outre, un investisseur activiste aurait naturellement plus de difficultés à faire entendre sa voix en assemblée en compagnie d'actionnaires bénéficiant de droits de vote double. Il n'est plus nécessaire de prévoir l'octroi de droits de vote double dans les statuts d'un émetteur, cet octroi étant devenu automatique<sup>69</sup> – un droit de vote double est désormais conféré automatiquement à chaque action entièrement libérée d'une société cotée pour laquelle il est justifié d'une inscription nominative depuis deux ans au nom du même actionnaire, ainsi que pour les actions nominatives attribuées gratuitement<sup>70</sup>.

Le plafonnement des droits de vote comme mécanisme de défense

Retrouvez cette article sur notre site internet à l'adresse:

<http://fusions-acquisitions.fr/article/dossiers-5/l-essor-de-l-activisme-actionnarial-en-france-3029>

Les statuts d'une société peuvent également prévoir de plafonner le nombre de voix dont chaque actionnaire dispose en assemblée et donc in fine le pouvoir de nuisance d'un actionnaire activiste. Cette limitation doit cependant s'imposer à toutes les actions, sans distinction de catégorie, autres bien évidemment que les actions à dividende prioritaire sans droit de vote<sup>71</sup>. Un tel plafond se traduit par l'impossibilité pratique d'exprimer une puissance de vote au-delà d'un pourcentage fixé par les statuts, quel que soit le niveau de participation détenu.

À noter toutefois que le plafonnement des droits de vote serait sans effet lors de la première assemblée générale suivant la clôture d'une offre publique si l'initiateur de l'offre venait à détenir, seul ou de concert, plus des deux tiers du capital ou des droits de vote de la société visée<sup>72</sup>.

Plusieurs émetteurs composant l'indice CAC 40 ont prévu dans leurs statuts une telle limitation générale des droits de vote, tels que Danone<sup>73</sup>, Schneider Electric<sup>74</sup>, Société Générale<sup>75</sup> et Total<sup>76</sup>.

## B. Dialoguer et se défendre

NE PAS FAIRE

FAIRE

Ignorer l'actionnaire activiste

Mettre en place un véritable canal de communication avec l'actionnaire activiste

Ignorer la possibilité d'un compromis

Étudier la thèse de l'actionnaire activiste de manière objective

Ignorer ses actionnaires ou supposer les « connaître »

Identifier les principaux actionnaires et obtenir un soutien de leur part

Ignorer les analystes

Instaurer un dialogue avec les analystes et les agences de conseil en vote pour obtenir leur soutien

Accepter que les personnes qui procèdent à des sollicitations actives de mandats<sup>77</sup> ou autres intermédiaires contrôlent le dialogue avec les actionnaires de la société

Les dirigeants de la société doivent être les premiers points de contact des principaux actionnaires de la société

En cas d'approche ou d'action menée par un actionnaire activiste, la société-cible devrait être en mesure d'adapter sa réponse aux demandes des activistes.

## i. Instaurer un dialogue efficace avec l'actionnaire activiste

La communication des demandes de l'investisseur doit servir d'électrochoc en interne.

Il convient dès à présent de se renseigner sur l'actionnaire dissident et d'analyser son historique (« track record »). Si la menace est jugée réelle et sérieuse, rien ne sert d'attendre pour prendre contact avec les conseils financiers et juridiques qui ont été présélectionnés à cet effet. La société-cible peut également faire appel à des sociétés spécialisées en la matière afin d'optimiser la riposte.

Dans tous les cas, la direction de la société ne doit pas paraître sur la défensive et rejeter d'entrée les propositions de l'activiste. C'est là que les lignes directrices mises en place en interne entrent en jeu : la société peut choisir de poser des questions ou élaborer ses réponses en ne se limitant pas à un « oui/non ». La société devrait également faire attention à ne pas répondre à des questions purement spéculatives ou s'engager fermement à prendre une décision dans un calendrier défini.

Ces lignes directrices peuvent suggérer les questions que devrait se poser la direction en présence d'un activiste (la stratégie de la société est-elle la bonne ? Quelle est la nature exacte de la demande qui m'est faite ? Quel projet pourrait être dans l'intérêt de la société et des actionnaires ?) ou fournir une « échelle de dangerosité » de l'activiste en fonction du type de demande et du moyen de communication employé. Tout doit être fait pour proportionner la réponse à l'action, sans rompre le dialogue avec l'activiste.

La direction doit également être prête à répondre par presse interposée et publier des communiqués ou des lettres en réponse. Les conseils d'une agence de communication spécialisée seront ici appréciés.

## ii. Soutien public de tierces parties

Constituer un noyau dur d'actionnaires fidèles à la direction en place et le faire savoir publiquement est essentiel. La communication d'actionnaires de référence peut en effet avoir un impact significatif sur la campagne d'un actionnaire activiste. Le fonds stratégique d'investissement n'avait ainsi pas hésité à prendre la défense de la direction de Valeo<sup>78</sup> lorsque le fonds d'investissement américain Pardus critiqua à nouveau en 2011 les dirigeants de l'équipementier automobile aux motifs que ces derniers ne faisaient pas leurs meilleurs efforts pour réduire l'écart de valorisation entre Valeo et ses concurrents.

Il est aussi important de rencontrer en parallèle les analystes financiers sell-side suivant la société pour s'assurer de leur soutien et, si possible, les inciter à l'annoncer publiquement<sup>79</sup>.

Les dirigeants d'une société visée par un actionnaire activiste peuvent aussi chercher l'appui des salariés de l'entreprise, pris individuellement ou par le biais des instances représentatives du personnel. On peut ainsi imaginer la tenue d'une réunion du comité social et économique (CSE) de la société-cible au terme de laquelle un communiqué de soutien serait publié par cette instance. Une pétition de soutien peut aussi être organisée en interne, comme ce fut le cas chez Atos Origin en 2008<sup>80</sup> ou chez l'américain MCI Inc. en 2005<sup>81</sup>.

Les dirigeants de la société peuvent également se tourner vers le politique pour l'inciter à monter au créneau face aux investisseurs activistes. Cela a d'autant plus de chance de fonctionner si (i) l'investisseur est étranger, (ii) l'activité de la société revêt un caractère particulièrement sensible ou stratégique ou (iii) si l'État français détient une participation au capital de la société-cible.

Les émetteurs doivent enfin développer un dialogue avec les agences de conseil en vote (« proxy advisors »)<sup>82</sup>, dont l'objet est d'analyser les projets de résolution soumis au vote des actionnaires en assemblée pour ensuite émettre des recommandations de vote à destination de leurs clients. En raison de l'essor de ces agences, l'AMF a émis une recommandation en 2011 pour que les conditions d'exercice de ce métier soient transparentes<sup>83</sup>. Chaque prestataire doit notamment transmettre à la société-cible son projet de rapport pour lui permettre d'y insérer des commentaires qui pourront ensuite être intégrés dans la version finale du rapport d'analyse.

La direction de Vivendi reçut par exemple le soutien de l'agence Institutional Shareholder Services Inc. (ISS) lorsque le fonds américain PSAM mena une campagne en vue de l'adoption de ses projets de résolution en assemblée portant sur la majoration du dividende proposé et la distribution d'un dividende exceptionnel<sup>84</sup>. Après avoir organisé deux conférences téléphoniques le 27 mars 2015, l'une avec les représentants de Vivendi, l'autre avec ceux de PSAM, ISS analysa la stratégie de la direction de Vivendi et décida de recommander en conséquence le 1er avril 2015 de voter contre les projets de résolution présentés par PSAM aux motifs que la société cible s'était montrée suffisamment prudente dans la gestion de ses actifs pour ne pas inquiéter ses actionnaires.

Le soutien d'ISS envers la direction de Vivendi ne fut sans doute pas sans effet sur le dénouement de cette campagne d'activisme actionnarial puisque peu de temps après, PSAM et Vivendi conclurent un accord au résultat duquel PSAM retira ses projets de résolution.

L'influence de telles agences est encore plus forte outre-Atlantique, à l'instar du soutien crucial apporté en 2017 par ISS et Glass Lewis & Co. à la demande de l'activiste Elliott Management de révoquer le directeur général de la société américaine Arconic et d'obtenir quatre sièges au conseil d'administration du fournisseur spécialiste en aéronautique<sup>85</sup>. Trois jours avant l'assemblée générale, la cible accepta de passer un accord avec le fonds Elliott et

lui attribua trois sièges au conseil d'administration, après que les agences de conseil en vote ont recommandé aux autres actionnaires le vote en faveur de la nomination de trois des quatre candidats proposés<sup>86</sup>.

## 2) Organiser sa défense

### i. Contester les agissements de l'activiste sur le fondement du droit boursier

En sus de la campagne de soutien, il convient de vérifier si l'actionnaire activiste n'a pas commis un manquement à la réglementation boursière.

Au regard des différentes implications résultant de la reconnaissance d'une action de concert entre l'actionnaire activiste et d'autres actionnaires de la société-cible, les dirigeants d'une société faisant l'objet d'une campagne d'activisme actionnarial ont tout intérêt à tenter de soulever, lorsque les circonstances le permettent, l'existence d'une action de concert « occulte » auprès des services de l'AMF et des juridictions compétentes. Pour mémoire, sont considérées comme agissant de concert les personnes qui ont conclu un accord (écrit ou non, un faisceau d'indices graves, précis et concordants pouvant suffire<sup>87</sup>) en vue d'acquiescer, de céder ou d'exercer des droits de vote, pour mettre en œuvre une politique commune vis-à-vis de la société ou pour obtenir le contrôle de cette société<sup>88</sup>.

Aussi, soulever l'existence d'une action de concert non déclarée peut s'avérer être une mesure de défense particulièrement redoutable puisque, si celle-ci est reconnue, l'actionnaire activiste peut se retrouver dans une situation de non-respect de ses obligations de déclaration de franchissement de seuil et d'intention<sup>89</sup>, ainsi que de celles relatives au dépôt d'une offre publique obligatoire<sup>90</sup>. En effet, en présence d'une action de concert, l'actionnaire activiste est alors tenu d'assimiler à ses propres actions ou droits de vote ceux possédés par les autres actionnaires concertistes.

### ii. Faire contrepoids à l'actionnaire activiste

Pour se défendre, la société peut également solliciter l'entrée au capital d'un investisseur ami ou renforcer la position d'actionnaires fidèles à la direction en place.

Si la société dispose d'un bloc d'actions d'autocontrôle suffisant, elle peut envisager une cession d'actions à un investisseur ou actionnaire ami. Les dirigeants devront toutefois veiller à ce que les conditions de l'opération, notamment financières, soient conformes à l'intérêt social pour éviter toute contestation de l'actionnaire dissident.

Les dirigeants en place peuvent également envisager d'augmenter le capital de la société pour faire entrer un nouvel investisseur ou renforcer la participation d'un actionnaire existant en diluant l'activiste.

### iii. Riposter avant et pendant le déroulement de l'assemblée générale

Comme indiqué précédemment, l'assemblée générale est le terrain de jeux des actionnaires activistes.

Les dirigeants de sociétés cotées doivent donc rester vigilants et se tenir prêt à riposter en amont. Cela passe notamment par une réaction proportionnée aux propos de l'activiste. Ainsi, dans l'affaire « Safran/Zodiac », le conseil d'administration fit paraître un communiqué de presse relatant la réponse officielle des dirigeants à TCI<sup>91</sup>, en reprenant point par point les arguments de l'activiste. L'américain ADP (cité en introduction) avait fait de même face à Pershing Square Capital Management, qui critiquait la composition de son conseil d'administration, en exprimant publiquement sa vision sur la composition équilibrée du conseil et sa capacité à travailler efficacement pour créer de la valeur<sup>92</sup>.

Pendant l'assemblée, en cas de débordement, notamment si l'actionnaire activiste abuse de son droit à la parole dans un dessein d'obstruction ou en tenant des propos déraisonnables ou insultants, le président de l'assemblée, assisté du bureau, pourrait répondre en conséquence et retirer la parole à l'actionnaire après plusieurs menaces restées sans effet, puis le renvoyer à une conversation privée ultérieure, voire enfin suspendre la séance si les débats deviennent houleux.

\* \* \*

Dans l'environnement actuel, très peu d'émetteurs français peuvent se considérer comme à l'abri d'une campagne d'activisme actionnarial. Pour être en mesure de répondre rapidement et de manière efficace à un actionnaire activiste et de le faire échouer, les émetteurs doivent avoir pris le temps de bien se préparer.

Cela est d'autant plus important qu'un nouveau profil d'activisme tend aujourd'hui à émerger. L'activisme peut prendre une forme purement altruiste et remettre en cause la gestion des affaires de la société afin de lui faire intégrer des enjeux a priori extérieurs au seul intérêt social : environnement, santé ou bien-être des tiers, à l'image du fonds de pension américain California State Teachers' Retirement System qui dispose de nombreuses actions Apple et a pu solliciter une étude interne sur les risques de dépendance juvénile vis-à-vis de l'électronique<sup>93</sup>. Ces fonds emploient les mêmes mécanismes qu'un actionnaire activiste « traditionnel » (recours à l'expertise, aux lettres ouvertes à la direction, aux réseaux sociaux), mais poursuivent simplement des objectifs différents.

En France, il est possible d'envisager une telle évolution eu égard à l'accroissement des sujets de RSE (Responsabilité sociale et environnementale) à l'occasion du projet de loi PACTE, devant être examiné par le Parlement d'ici la fin de l'année 2018. Ce projet comporte notamment des dispositions novatrices quant à la définition de la société et de son objet social, plaidant pour une prise en compte de l'intérêt des parties prenantes

Retrouvez cette article sur notre site internet à l'adresse:

<http://fusions-acquisitions.fr/article/dossiers-5/l-essor-de-l-activisme-actionnarial-en-france-3029>



(tiers, environnement, Etat) dans la conduite des affaires de la société et non plus seulement l'intérêt commun des associés<sup>94</sup>.

1 Les auteurs remercient Ernest Safar pour son aide précieuse.

2 Fondateur du hedge fund Pershing Square Capital Management.

3 S. Forgione and M. Flaherty, « The CEO of ADP, under attack from Bill Ackman, said the hedge fund billionaire is a 'spoiled brat' » : Reuters, 10 août 2017.

4 En France, on pourra également mentionner l'assemblée générale d'Atos Origin en 2008, ayant donné lieu à un déroulé houleux, aboutissant à l'ajournement de l'assemblée par le directoire alors que le président du fonds commun de placement des employés d'Atos Origin fit une volte-face surprise en soutenant les résolutions du fonds activiste américain Centaurus Capital : E. Grasland et J.-C. Féraud, « Coup de théâtre à l'assemblée générale d'Atos Origin » : Les Échos, 23 mai 2008.

5 Activist Insight, « The activist investing annual review data sheet », 2018.

6 Activist Insight, « Activist investing in Europe : a special report », 2017.

7 A. Drif, « Lazard se dote de spécialistes anti-activistes en Europe » : Les Échos, 9 février 2016.

8 Entendu comme tout émetteur n'ayant pas un actionnaire détenant seul plus de 10 % de son capital.

9 M. Germain, V. Magnier et M-A Noury, « La gouvernance des sociétés cotées » : Rapport pour la Commission Européenne, septembre 2013, p. 3.

10 La participation aux assemblées atteignait seulement 50 % dans ces sociétés au capital dispersé. Voir AMF, Rapp. sur les déclarations de franchissement de seuil de participation et les déclarations d'intention, octobre 2008, p. 24.

11 M. Keidan, A. Schuetze et A. Flak, « L'Europe, nouveau terrain de jeu du fonds activiste Elliott » : Reuters, 3 mai 2018.

12 F. Canepa et N. Kumar, « Ackman's Pershing Square raises \$3 billion in fund listing » : Reuters, 1er octobre 2014.

13 Y.-M. Le Réour, « Les fonds activistes visent des cibles de plus en plus importantes », L'AGEFI Quotidien, 30 août 2018.

14 Plusieurs rapports se sont succédés sur ce point, dont entr