

ÉTAT DES LIEUX DE L'ACTIVISME ACTIONNARIAL EN FRANCE

*Armand W. Grumberg, Avocat au barreau de Paris
Associé de Skadden, Arps, Slate, Meagher & Flom LLP*

et

*Pierre-Hadrien Darriet, Avocat au barreau de Paris
Collaborateur de Skadden, Arps, Slate, Meagher & Flom LLP*



Armand W. Grumberg



Pierre-Hadrien Darriet

L'activisme actionnarial n'est définitivement plus un phénomène purement anglo-saxon. À la recherche de nouveaux investissements, les fonds activistes ont traversé l'Atlantique pour s'implanter en Europe, emportant avec eux leurs pratiques. Avec une augmentation de 126% des campagnes activistes entre 2010 et 2015¹, l'Europe est devenue un marché de plus en plus prisé par ces acteurs.

Après un léger déclin en 2014², l'activisme est aujourd'hui en nette hausse en Europe : 67 sociétés ont été publiquement ciblées par des campagnes activistes en 2015, et 64

rien qu'au premier semestre 2016. Ces chiffres ne sont cependant que la partie visible de l'iceberg. En réalité, il y a entre deux et trois fois plus de sociétés visées, mais ces attaques ne sont généralement pas rendues publiques dans un premier temps. Elles le deviennent le plus souvent quand les demandes des activistes ne sont pas prises en compte par la société visée.

Si le Royaume-Uni était et demeure à ce stade le terrain de chasse européen privilégié des activistes (24 campagnes au premier semestre 2016³), ces derniers étendent et intensifient leurs actions sur le vieux continent depuis près de

cinq ans, et plus particulièrement en France, en Allemagne, en Italie et en Suisse. À elles seules, les sociétés originaires des cinq pays susvisés représentent environ 80% des sociétés ciblées par des campagnes activistes en Europe depuis 2010⁴. Certains marchés, autrefois en marge de ce phénomène, semblent également devenir des destinations de plus en plus prisées par les activistes, telles que les pays scandinaves ou les Pays-Bas⁵.

Le BREXIT pourrait également avoir une influence sur l'activisme en Europe. Suite à la baisse (temporaire) de plusieurs valeurs cotées sur les marchés financiers en Europe après le référendum du 23 juin 2016, certains activistes ont vu naître des opportunités d'investissement ; en témoigne les quatre prises de participation dévoilées par Elliott Management, un « hedge fund » américain⁶.

En France, alors que le nombre de campagnes activistes avait connu une baisse en 2013 et 2014, une reprise soudaine de l'activisme actionnarial a été constatée en 2015, approchant du pic de l'année 2012⁷. En comparaison avec ses voisins européens, la France est demeurée en 2016 relativement épargnée par les campagnes activistes (au premier semestre 2016, quatre sociétés françaises ont fait l'objet de campagnes publiques contre 24 au Royaume-Uni, 11 en Italie et sept en Allemagne)⁸.

Les sociétés à forte capitalisation boursière : proies privilégiées des activistes en France depuis 2010

Contrairement aux autres pays européens, les sociétés françaises à forte capitalisation boursière sont davantage visées par les activistes que leurs homologues européennes⁹. La pression internationale s'exerçant sur les sociétés françaises, et notamment les sociétés du CAC 40, pourrait expliquer cette particularité française par rapport à ses voisins européens. Cependant, un nombre grandissant de campagnes activistes ciblant des sociétés françaises ayant une plus faible capitalisation boursière, laisse présager un marché plus animé à l'avenir¹⁰.

Les activistes en France : des associations d'actionnaires vers les fonds d'investissement

L'émergence des associations d'actionnaires à la fin des années 1980 a laissé entrevoir un activisme actionnarial embryonnaire en France. La loi n° 89-421 du 23 juin 1989 a reconnu aux associations d'actionnaires le droit d'agir en justice relativement aux faits portant préjudice à l'intérêt collectif des actionnaires, puis la loi n° 94-679 du 8 août 1994 leur a donné la faculté d'agir en réparation de préjudices subis à titre individuel. Ce n'est donc pas un

hasard si de nombreuses campagnes activistes en France ont été initiées ou appuyées par des associations d'actionnaires, telles que l'Association de Défense des Actionnaires Minoritaires (« ADAM »)¹¹.

Même si le rôle des associations d'actionnaires demeure important, de nouveaux acteurs ont émergé sur le marché français. Ainsi, depuis le début des années 2000, les fonds d'investissement et « hedge funds » anglo-saxons se sont développés autour de participations minoritaires, afin de faire valoir leurs revendications et proposer des résolutions aux assemblées générales¹². Plus récemment, des fonds d'investissement français s'inspirant de leurs homologues américains ont initié leurs propres campagnes, comme CI-AM, « hedge fund » basé à Paris, qui a contesté en justice au côté de l'ADAM¹³, en 2013, l'offre publique initiée par Fosun International sur la société Club Med et, en 2015, le contrat de licence conclu entre Euro Disney et The Walt Disney Company.

Depuis peu, une nouvelle pratique souvent qualifiée d'« activist short selling » est apparue en France. Ce nouveau phénomène, fréquent au Royaume-Uni, consiste à parier sur la baisse du cours d'une société (« short selling »), et à révéler publiquement des anomalies afin de réaliser un profit suite à la chute du cours de bourse en résultant. En décembre 2015, Muddy Waters a appliqué cette pratique en publiant un rapport de 22 pages qualifiant le groupe de distribution alimentaire Casino de « dangereusement endetté, et... géré à très court terme » après avoir « shorté » le titre du groupe. Le groupe français avait réagi le lendemain en publiant un communiqué dénonçant les affirmations du rapport de Muddy Waters, qualifiées de « grossièrement erronées »¹⁴. Casino indiquait par ce même communiqué avoir saisi l'Autorité des marchés financiers (« AMF ») pour diffusion d'informations trompeuses, et se réserver le droit de saisir les juridictions, en ce compris les juridictions pénales. Une semaine après la publication du rapport de Muddy Waters, le cours de l'action Casino avait chuté de 11,6%. Par la suite, Casino avait lancé un plan de désendettement de plus de deux milliards d'euros, permettant à son action de regagner en mars 2016 son cours d'avant la publication du rapport de Muddy Waters. De son côté, l'AMF, par la voie de son président, avait indiqué avoir demandé des informations aux deux acteurs, Casino et Muddy Waters, sans préciser si une enquête avait été ouverte¹⁵. L'AMF a rappelé, le 2 mai 2016, que les recommandations d'investissement devaient être élaborées avec probité, équité et impartialité,

et a souligné l'importance des règles permettant d'identifier les éventuels conflits d'intérêts. En outre, l'AMF a rappelé que le non-respect de ces dispositions pouvaient entraîner des sanctions notamment pour diffusion d'informations inexactes, imprécises ou trompeuses¹⁶. L'activisme ne peut pas s'exercer sans limites.

Gouvernance et opérations de fusions et acquisitions : revendications privilégiées des activistes en France

En France, à ce jour, les problématiques industrielles, de type environnemental ou politique, semblent rarement intéresser les activistes. Les campagnes de ces derniers, sur le marché français, se concentrent principalement sur des revendications liées à des opérations stratégiques, telles que les fusions, acquisitions, augmentations de capital ou encore les offres publiques d'acquisition, ainsi qu'aux problématiques de gouvernance, telles que la rémunération des dirigeants mandataires sociaux ou la séparation des fonctions de président du conseil d'administration et de directeur général.

À titre d'exemple, en 2013, le fonds Colony Capital, avec l'appui d'Eurazeo, a été à l'origine de la révocation du directeur général d'Accor. En 2014, Amber Capital avait réussi à obtenir la séparation des fonctions de président du conseil d'administration et de directeur général au sein de la société Nexans et le remplacement de son directeur général. En 2015, Airbus a vendu sa participation dans Dassault Aviation afin de mettre en œuvre un programme de rachat d'actions, un an après que The Children's Investment Fund ait suggéré l'opération. Plus récemment, en septembre 2016, CI-AM a annoncé avoir déposé auprès de l'AMF une contestation des travaux d'expertise sur la parité d'échange offerte par Altice dans le cadre de son offre publique d'échange sur la société SFR Groupe. L'AMF a finalement donné gain de cause aux actionnaires minoritaires en déclarant non conforme ce projet d'offre publique d'échange le 5 octobre 2016¹⁷.

Elliott Management est actuellement en pleine bataille juridique avec XPO Logistics Europe (anciennement Norbert Dentressangle). Bien que le fonds n'ait pas réussi à révoquer le président du directoire Troy Cooper lors de la dernière assemblée générale annuelle, il détient une part du capital suffisante pour empêcher la société mère américaine de retirer la société de la cote. XPO Logistics avait en effet initié une offre publique sur Norbert Dentressangle avec pour objectif d'atteindre 95% et ainsi pouvoir initier un retrait obligatoire des actionnaires minoritaires. Cependant, Elliott Manage-

ment, qui a acquis une participation de 9%, est en mesure de bloquer ce retrait obligatoire et d'empêcher que la société émettrice ne soit retirée de la cote.

L'environnement juridique de l'activisme actionnarial en France

L'uniformisation des règles juridiques en Europe tend à imposer un cadre général¹⁸, les États européens bénéficiant d'une plus ou moins grande liberté pour les adapter au sein de leur droit national. Les activistes doivent donc appréhender les outils juridiques propres et adaptés du droit français pour pouvoir faire valoir leurs revendications.

Les déclarations de franchissement de seuil et d'intention

La directive n° 2004/109/CE, dite directive Transparence, a imposé aux États Membres de prévoir des déclarations de franchissement de seuil, tout en laissant une certaine liberté leur permettant notamment d'opter pour des seuils plus restrictifs. En matière de déclaration de franchissement de seuil, la France n'impose pas un régime plus contraignant que ses voisins, suivant les principaux seuils de la directive Transparence¹⁹. À titre de comparaison, le Royaume-Uni impose la déclaration de franchissement de seuil dès qu'un actionnaire vient à détenir 3% du capital ou des droits de vote, et renouveler cette déclaration à chaque franchissement d'un point de pourcentage supplémentaire.

Outre les seuils imposés par la loi, les sociétés françaises ont la faculté d'insérer dans leurs statuts une clause prévoyant un ou plusieurs seuils supplémentaires²⁰ dont le franchissement à la hausse ou à la baisse entraîne pour l'actionnaire concerné une obligation de déclaration à la société.

De surcroît, en France, dans l'hypothèse où l'actionnaire activiste viendrait à dépasser, à la hausse ou à la baisse, seul ou de concert, en capital ou en droit de vote, les seuils de 10%, 15%, 20% ou 25%, il devrait, en plus de déclarer son franchissement de seuil, soumettre une déclaration d'intention. Cette déclaration d'intention doit préciser les objectifs que l'actionnaire entend poursuivre au cours des six mois à venir (acquisition de contrôle, stratégie vis-à-vis de l'émetteur, opérations à mettre en œuvre, demande de nomination d'un dirigeant ou d'un mandataire social, etc.). Si ces déclarations peuvent constituer un frein pour les activistes²¹, elles peuvent être analysées comme un avertissement permettant à la société cible de se préparer face aux campagnes activistes.

L'adaptation à la loi Florange

Le nombre d'affaires d'activisme actionnarial a augmenté en France du fait de la loi n° 2014-384 du 29 mars 2014, dite loi Florange. L'objectif de la loi Florange était de favoriser l'actionnariat à long terme, en attribuant de manière automatique un droit de vote double, dans les sociétés dont les titres sont admis aux négociations sur un marché réglementé, à toutes les actions détenues à titre nominatif par le même actionnaire depuis au moins deux ans. Ce droit de vote double peut, toutefois, être supprimé par l'ajout, dans les statuts, d'une clause adoptée à la majorité des deux-tiers au cours d'une assemblée générale extraordinaire. Un certain nombre d'actionnaires activistes, attachés au principe d'« une action, une voix », ont tenté de faire rejeter l'application des droits de vote double, soit en demandant aux conseils d'administration ou de surveillance de proposer une résolution à cette fin, soit en soumettant eux-mêmes une telle proposition à l'assemblée générale des actionnaires²².

Si l'instauration des droits de vote double peut conforter le management de la société cible (Vincent Bolloré, actionnaire de référence et président du conseil de surveillance de Vivendi, a, par exemple, utilisé l'instauration des droits de vote double pour conforter sa position contre la campagne menée par l'activiste P. Schoenfeld Asset Management (« PSAM »)), celle-ci pourrait également constituer un outil en faveur des activistes. En effet, l'automatisation des droits de vote double pourrait renforcer l'influence des activistes à long terme au sein de sociétés dont l'actionnariat est dispersé et ce sans intensifier leur investissement financier. Avant la mise en œuvre de la loi Florange, 21 sociétés du CAC 40 disposaient déjà d'un mécanisme de droit de vote double dans leurs statuts. Concrètement, la loi Florange n'a concerné que les 19 autres sociétés du CAC 40 – l'instauration automatique des droits de vote double ne s'appliquant qu'aux sociétés cotées ne prévoyant pas précédemment de mécanisme à cet effet. Parmi ces 19 sociétés, 13 d'entre elles ont inséré une clause dans leurs statuts visant à faire échec à la mise en œuvre de la loi Florange. Seules six sociétés²³ n'ont pas introduit une telle clause et disposent dorénavant de droits de vote double du fait de l'application de la loi Florange ; l'État français détient une participation importante dans cinq d'entre elles. Vivendi fait figure d'exception, l'État n'y étant pas actionnaire.

La loi Florange est par ailleurs revenue sur le principe de la neutralité des organes de direction de la société en cas d'offre publique. Selon ce principe, en cas d'offre publique

initiée contre la société, le conseil d'administration ou de surveillance devait recevoir une autorisation préalable de l'assemblée générale des actionnaires à cet effet avant d'entreprendre toute action susceptible de faire échouer l'offre, à l'exception de la recherche d'autres offres²⁴. La loi Florange, en revenant sur le principe de neutralité, a ainsi renforcé les pouvoirs du management en cas d'offre publique hostile, au détriment des activistes²⁵.

Les outils au bénéfice des activistes

En France, les activistes bénéficient de nombreux outils juridiques pour tenter d'imposer leurs revendications. Il leur est offert, par exemple, la faculté de poser des questions aux dirigeants de la société²⁶ et surtout de proposer l'adoption d'une résolution à l'assemblée générale en cas de détention d'au moins 5% du capital social²⁷. En 2016, 45 projets de résolution ont ainsi été proposés par les actionnaires des sociétés françaises, soit une augmentation de 50% par rapport à l'année 2015²⁸. En outre, la loi n° 2001-420 du 15 mai 2001 a augmenté les droits des actionnaires, en réduisant de 10% à 5% le pourcentage de droit de vote requis pour demander la convocation d'une assemblée générale²⁹.

L'ordonnance n° 2010-1511 du 9 décembre 2010³⁰ a davantage facilité les « proxy fights », en permettant à un actionnaire d'une société cotée de se faire représenter, non seulement par un autre actionnaire ou un conjoint, mais également par tout autre personne physique ou morale de son choix. L'ordonnance a, en outre, introduit en droit français des dispositions relatives à la sollicitation active de mandats, qui pourrait être utilisée notamment par les activistes recherchant le soutien d'autres actionnaires, et encadre cette pratique en obligeant toute personne procédant à une telle sollicitation à rendre publique sa politique de vote – la publication des intentions précises de vote sur chaque projet de résolution étant une simple faculté. Toutefois un activiste, souhaitant engager une « bataille de procuration », doit connaître l'identité des autres actionnaires et les solliciter. Or, si tout actionnaire a le droit de se faire communiquer les feuilles de présence des assemblées générales tenues au cours des trois années précédentes afin de prendre connaissance des noms des différents actionnaires, celles-ci ne tiennent pas compte des modifications postérieures de la composition de l'actionnariat, rendant difficile l'identification des actionnaires en vue d'une prochaine assemblée générale et limitant d'autant la possibilité d'initier avec efficacité un « proxy fight ».

Plus récemment, en 2013, l'image de la France s'est améliorée auprès des activistes, avec l'instauration du « Say on Pay », concept de « soft law » mis en place par le code de gouvernement d'entreprise des sociétés cotées (le « code AFEP-MEDEF »). Toutefois, le code AFEP-MEDEF avait opté pour un vote annuel, a posteriori, non contraignant consultatif des actionnaires sur toutes les formes de rémunération payées ou octroyées aux mandataires sociaux, notamment au président-directeur général. Si la rémunération était rejetée, le conseil d'administration devait publier sur le site internet de la société, à la suite de sa prochaine réunion, la manière dont il entendait répondre à un tel vote. Puisque le vote était consultatif, l'idée générale jusqu'à présent était que les conseils d'administration avaient toujours la possibilité de maintenir la rémunération octroyée aux mandataires sociaux de la société, même si celle-ci avait été rejetée par les actionnaires, ou recevait un soutien limité. En 2016, les rémunérations des directeurs généraux de Renault et d'Alstom ont donné lieu à des votes négatifs dans le cadre du « Say on Pay ». Dans le cas de Renault, le conseil d'administration s'est immédiatement réuni après l'assemblée générale et a décidé de confirmer la rémunération au titre de l'année 2015 de son directeur général.

À la suite de cette controverse, le Code AFEP-MEDEF a été modifié en novembre 2016 afin d'y renforcer les règles relatives au « Say on Pay »³¹. La loi n° 2016-1691 du 9 décembre 2016, dite loi Sapin II, préempte la question et introduit un « Say on Pay » contraignant dans le Code de commerce. Ainsi, dans les sociétés cotées, est imposé un vote annuel des actionnaires sur les principes et critères de détermination, de répartition et d'attribution des éléments fixes, variables et exceptionnels composant la rémunération totale et les avantages de toute nature des mandataires sociaux (président, directeur général et directeur général délégué). L'approbation de l'assemblée générale est dorénavant requise pour toute modification de ces éléments et à chaque renouvellement de mandat. Le versement des éléments variables et exceptionnels est également soumis à l'approbation des actionnaires. En cas de non-approbation de l'assemblée générale, les principes et critères précédemment approuvés par les actionnaires continuent de s'appliquer, et en l'absence de principes et critères approuvés, la rémunération des dirigeants est déterminée conformément à la rémunération attribuée au titre de l'exercice précédent ou, en l'absence de rémunération attribuée au titre de l'exercice précédent, conformément aux pratiques existant au sein de la société.

L'émergence d'une troisième partie : les agences de conseil en vote

Les actionnaires activistes utilisent souvent les médias pour rendre leur position publique et ainsi accentuer la pression sur le management. Il est donc essentiel pour les sociétés pouvant être ciblées par des actionnaires activistes de maintenir un dialogue avec ces actionnaires, en particulier avant de telles pressions.

Les agences en conseil en vote, telles que Proxinvest ou Institutional Shareholder Services Inc. (« ISS »), sont également devenues, d'une certaine façon, des acteurs indirects de l'activisme actionnarial en France. Elles analysent les pratiques de gouvernance d'entreprise et les résolutions proposées aux assemblées générales des sociétés dont les titres sont admis sur un marché réglementé et fournissent des services de recommandation de vote. Leur objectif principal est souvent de promouvoir et encourager une meilleure pratique de gouvernement d'entreprise (plutôt que d'augmenter le cours de l'action). Les agences en conseil en vote sont considérées en général comme ayant un horizon d'analyse à long terme. Leur influence sur les fonds d'investissement, notamment étrangers, a encouragé les sociétés à nouer un dialogue plus étroit avec les actionnaires minoritaires mais également avec ces agences de conseil en vote. Ce fut le cas notamment lorsque l'actionnaire activiste américain PSAM avait mené une campagne en 2015 en vue d'obtenir le versement d'un dividende exceptionnel plus important de la part de Vivendi. Suite à de nombreux échanges avec l'agence ISS, Vivendi avait finalement obtenu le soutien de cette agence, permettant la résolution du conflit entre PSAM et la direction de Vivendi ; PSAM retirant ses projets de résolutions litigieuses.

* * *

Pour pouvoir efficacement faire face à de possibles campagnes d'activistes, il est impératif que les sociétés cotées soient bien préparées en amont et qu'elles maintiennent un dialogue ouvert tant avec les agences de conseil en vote qu'avec leurs actionnaires minoritaires. Elles devraient ainsi identifier en amont les questions pouvant capter l'attention des activistes. Les dirigeants sociaux devraient aussi régulièrement revoir leurs politiques de gouvernance d'entreprise (composition du conseil d'administration, politiques de rémunération des dirigeants sociaux, etc.) et évaluer la stratégie et les alternatives pour améliorer les performances de la société.

¹ « Europe Sees 126% Rise In Activist Investor Action In Five Years », Dina Medland, Forbes, 15 novembre 2015.

² En 2014, 51 sociétés européennes avaient été publiquement la cible de campagnes activistes, comparé à 61 en 2012 et à 59 en 2013 (« Activist Investing in Europe – A Special Report », Activist Insight and Skadden, Arps, Slate, Meagher & Flom LLP, septembre 2016).

³ « Activist Investing in Europe – A Special Report », Activist Insight and Skadden, Arps, Slate, Meagher & Flom LLP, septembre 2016.

⁴ Id.

⁵ Id.

⁶ Id.

⁷ Id.

⁸ Id.

⁹ Depuis 2010, 41% des sociétés ciblées par des campagnes activistes en France étaient des sociétés ayant une forte capitalisation boursière, contrairement au Royaume-Uni où elles ne représentent que 8%, à l'Allemagne où elles ne représentent que 19% ou à l'Italie où elles ne représentent que 13% (« Activist Investing in Europe – A Special Report », Activist Insight and Skadden, Arps, Slate, Meagher & Flom LLP, septembre 2016).

¹⁰ Depuis 2010, 41% des sociétés ciblées par des campagnes activistes en France étaient des sociétés ayant une petite capitalisation boursière. Ce chiffre est nettement inférieur aux autres pays européens (les sociétés à faible capitalisation boursière représentent 80% des cibles au Royaume-Uni, 50% en Allemagne, 52% en Italie et 33% en Suisse (« Activist Investing in Europe – A Special Report », Activist Insight and Skadden, Arps, Slate, Meagher & Flom LLP, septembre 2016).

¹¹ De 1989 à 2000, l'ADAM a initié près d'un tiers des campagnes « activistes » et a connu un taux de réussite proche de 60% (« L'évolution de l'activisme actionnarial en France au cours des deux dernières décennies », Carine Girard et Stephen Gates, 12ème Congrès International de Gouvernance (CIG 2013), mai 2013, Nantes, France). En 1991, l'ADAM avait mené sa première campagne avec succès, afin d'obtenir une indemnité plus importante pour ses adhérents dans le cadre de la faillite de l'agent de change Tiuffier. En 1998, alors qu'elle s'opposait aux modalités d'absorption d'Havas par la Compagnie Générale des Eaux, l'ADAM avait obtenu une soule supplémentaire pour les actionnaires minoritaires d'Havas.

¹² En France, un ou plusieurs actionnaires détenant au moins 0,5% à 5% du capital social (selon le montant du capital social de la société cible concernée) peuvent déposer des points ou des projets de résolution à l'assemblée générale des actionnaires.

¹³ CA Paris, pôle 5 ch. 07, 29 avril 2014, n° 2013/15177.

¹⁴ « Réaction du Groupe Casino au rapport de Muddy Waters », www.groupe-casino.fr, 17 décembre 2015.

¹⁵ « L'AMF a demandé des informations à Casino et Muddy Waters », Reuters, 13 janvier 2016.

¹⁶ Articles L. 621-15 et L. 621-17-1 du code monétaire et financier ; article 632-1 du règlement général de l'Autorité des marchés financiers.

¹⁷ Altice a réagi à la décision de l'AMF en annonçant avoir déposé un recours contre cette décision (« Altice a déposé un recours contre l'AMF », Sandrine Cassini, Le Monde, 27 octobre 2016).

¹⁸ Directive Abus de Marché n° 2003/6/CE ; Directive Transparence n° 2004/109/CE ; Directive Droits des Actionnaires n° 2007/36/CE ; Deuxième Directive Sociétés n° 2012/30/UE ; etc.

¹⁹ La directive Transparence prévoit une déclaration pour le franchissement des seuils de 5%, 10%, 15%, 20%, 25%, 30%, 50% et 75%. La France impose des déclarations supplémentaires pour les seuils de 1/3, 2/3, 90% et 95%. En pratique, cependant, ces seuils sont peu susceptibles d'intéresser les activistes, étant notamment plus élevés que le seuil de déclenchement d'une offre publique obligatoire, fixé à 30%.

²⁰ Les statuts peuvent prévoir une obligation supplémentaire d'information portant sur la détention de fractions du capital ou des droits de vote inférieures à 5% ; ces fractions étant au moins égales à 0,5%.

²¹ Outre les sanctions administratives pécuniaires s'attachant au défaut de déclaration, l'actionnaire pourrait, à titre de sanction civile, se voir privé automatiquement de ses droits de vote dépassant la frac-

tion du capital non déclarée et ce pour une durée de deux ans à compter la régularisation, ou voir ses droits de vote suspendu par le tribunal de commerce, totalement ou partiellement, pour une durée pouvant aller jusqu'à cinq ans. La sanction serait donc particulièrement sévère pour un actionnaire activiste cherchant à augmenter sa participation en vue d'augmenter son influence.

²² Des actionnaires de Vivendi, s'opposant à l'application des droits de vote double, avaient, par exemple, soumis deux projets de résolution à cette fin lors de l'assemblée générale 2015. Le directoire s'était opposé à ces résolutions, qui n'avaient finalement pas été adoptées.

²³ Alstom, Engie, Orange, Renault, Veolia Environnement et Vivendi. Les sociétés suivantes prévoyaient avant l'application de la loi Florange des droits de vote double : Accor, Axa, Bouygues, Carrefour, Danone, Essilor International, Kering, Legrand, LVMH, Michelin, Pernod Ricard, PSA Peugeot Citroën, Publicis Groupe, Safran, Saint-Gobain, Sanofi, Schneider Electric, Société Générale, Technip, Total et Valeo.

²⁴ Désormais, la règle dite de neutralité doit être introduite dans les statuts par une assemblée générale extraordinaire des actionnaires pour s'appliquer.

²⁵ Sous réserve de dispositions statutaires contraires, le conseil d'administration ou le directoire (après autorisation du conseil de surveillance) de la société cible peut prendre toute décision dont la mise en œuvre est susceptible de faire échouer l'offre, sous réserve des pouvoirs expressément attribués aux assemblées d'actionnaires et dans la limite de l'intérêt social.

²⁶ Tout actionnaire, détenant au moins une action, peut poser une question par écrit à laquelle le conseil d'administration ou le directoire est tenu de répondre lors de la prochaine assemblée générale. Par ailleurs, un actionnaire détenant 5% du capital social peut poser par écrit des questions au président du conseil d'administration ou au directoire sur une ou plusieurs opérations de gestion et, à défaut de réponse satisfaisante, demander en justice une expertise de gestion, voire sans condition de détention minimum du capital social pour une expertise in futurum de droit commun afin d'obtenir des preuves en vue d'un procès éventuel. Indépendamment, dans les mêmes conditions, un ou plusieurs actionnaires, détenant au moins 5% du capital social, peuvent deux fois par exercice, poser par écrit des questions au président du conseil d'administration ou au directoire sur tout fait de nature à compromettre la continuité de l'exploitation. En outre, un ou plusieurs actionnaires, possédant une fraction du capital comprise entre 0,5% et 5% (selon le montant du capital social de la société) peuvent déposer des points ou des projets de résolution à l'assemblée générale des actionnaires.

²⁷ La directive n° 2007/36/CE sur l'exercice de certains droits des actionnaires dans les sociétés dont les titres sont admis sur un marché réglementé a abaissé le seuil de détention du capital pour les actionnaires souhaitant proposer l'adoption d'une résolution à l'assemblée générale. En France, cette directive a été transposée par l'ordonnance n° 2010-1511 du 9 décembre 2010, et prévoit qu'un actionnaire peut proposer l'adoption d'une résolution à l'assemblée générale s'il détient au moins 5% lorsque le capital social de la société est inférieur ou égal à 750 000 euros. Le pourcentage de détention requis est ensuite dégressif selon l'importance du capital social.

²⁸ « Activisme actionnarial : un tournant pris en 2016 », Houda El Boudrari, Option Droit & Affaires n° 334, 14 décembre 2016, p. 4.

²⁹ La convocation de l'assemblée générale est normalement de la compétence du conseil d'administration ou du directoire ; un ou plusieurs actionnaires, possédant 5% du capital, peuvent demander, le cas échéant, en justice la désignation d'un mandataire afin de convoquer l'assemblée générale.

³⁰ Ordonnance n° 2010-1511 du 9 décembre 2010 portant transposition de la directive 2007/36/CE du 11 juillet 2007 concernant l'exercice de certains droits des actionnaires de sociétés cotées.

³¹ Désormais, le vote des actionnaires relatif aux éléments de rémunération des dirigeants mandataires sociaux n'est plus consultatif mais impératif. En cas d'avis négatif des actionnaires, le conseil d'administration ou de surveillance doit se réunir dans un délai raisonnable et statue sur les modifications à apporter à la rémunération due ou attribuée au titre de l'exercice clos ou à la politique de rémunération future.