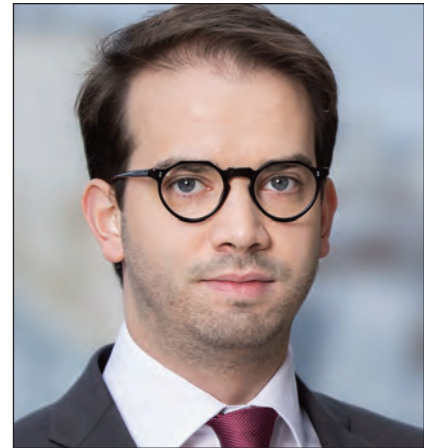


TENDANCES IMPACTANT L'ACTIVISME ACTIONNARIAL

*par Armand W. Grumberg,
Avocat associé, Head of European M&A,
et Pierre-Hadrien Darriet, Avocat (collaborateur),
Skadden, Arps, Slate, Meagher & Flom LLP*



Armand W. Grumberg



Pierre-Hadrien Darriet

L'année 2019 marque, au niveau européen, un ralentissement général en terme de nombre pour l'activisme actionnarial : 117 entreprises européennes ont été la cible de campagnes publiques sur les trois premiers trimestres de l'année 2019, contre 134 au cours de la même période en 2018. S'il s'agit du plus bas niveau depuis 2015, ce ralentissement est exclusivement dû à la baisse d'activité sur les marchés secondaires européens. En effet, les activistes ont concentré leurs attaques sur quelques pays : le Royaume-Uni, la France, l'Allemagne, la Suisse et l'Italie regroupent 69 % des campagnes, avec un nombre record d'entreprises visées (selon les projections pour l'année 2019) concernant les marchés britannique et français. Avec dix sociétés ciblées publiquement sur les neuf premiers mois de l'année (contre sept sur la même période en 2018), la France se situe au troisième rang, derrière le Royaume-Uni et l'Allemagne.

La progression du nombre de campagnes activistes en France semble s'inscrire dans la durée. Cependant, bien

que le nombre de campagnes activistes ait nettement augmenté en 2019, la plupart de ces campagnes n'ont pas abouti (notamment la campagne lancée par CIAM contre SCOR, ou les tentatives de PhiTrust, Sycamore Partners et Valoptec Association pour obtenir des sièges au conseil d'administration d'EssilorLuxottica).

En France, les activistes se sont principalement concentrés sur des demandes de révocation des dirigeants ou des administrateurs (17 % des demandes) et sur l'obtention d'une représentation au conseil d'administration (17 % des demandes, bien qu'en nette diminution par rapport à la période depuis 2013, où ces campagnes représentent en moyenne 30 %). Il demeure donc toujours essentiel que les émetteurs soient aussi transparents que possible avec leurs actionnaires concernant les questions de gouvernance, y compris le rôle du conseil d'administration et de ses comités, et communiquent régulièrement avec leurs actionnaires afin de conserver leur soutien lors des assemblées générales.

Les rémunérations des dirigeants des sociétés françaises ont été largement approuvées par les sociétés françaises du CAC 40, même si le taux d'approbation est tombé à 82 % contre 90 % l'an dernier, démontrant que les questions relatives aux rémunérations demeurent un sujet important pour les activistes, comme en atteste la campagne menée en vain par CIAM contre la rémunération du Président-Directeur général de SCOR pour 2018 (*ex post*) et 2019 (*ex ante*).

Le nombre des demandes concernant l'opposition aux opérations de fusion / acquisition a été stable sur les neuf premiers mois de l'année 2019 par rapport à la période depuis 2013 (avec 17 % des demandes tant sur les neuf premiers mois de l'année 2019, que depuis 2013). Il est donc toujours aussi important que les sociétés se préparent en amont à affronter des prises de participation et/ou des demandes de la part d'activistes lors de la réalisation d'opérations de fusion / acquisition. Dans un grand nombre de cas, les activistes prennent en effet une participation dans une société participant à une opération de fusion / acquisition, afin d'influencer négativement ces opérations. Ces oppositions peuvent prendre différentes formes, comme l'opposition publique à l'opération concernée ou la menace de bloquer un retrait obligatoire. Par exemple, cette année, Sterling Strategic Value s'est opposé aux conditions d'acquisition de Latécoère par Searchlight Capital Partners, arguant que l'offre ne reflétait pas les opportunités de croissance de la société, CIAM a envoyé une lettre au conseil d'administration de Renault en juin 2019 affirmant qu'il s'opposerait fermement à la fusion envisagée par Renault avec Fiat Chrysler, et Elliott Management, ayant acquis plus de 10 % du capital d'Altran par le biais d'options, a annoncé s'opposer aux termes de l'offre de Capgemini. Ce dernier type d'opposition devrait être plus limité à l'avenir (nonobstant l'exemple d'Elliott Management dans le cadre l'offre de Capgemini sur Altran). La loi n° 2019-486 du 22 mai 2019 relative à la croissance et à la transformation des entreprises (dite loi PACTE) a abaissé le seuil de retrait obligatoire pour les sociétés cotées à 90 % du capital et des droits de vote, contre 95 % avant la promulgation (alignant ainsi la législation française avec celle de 23 autres pays de l'Union européenne). La réduction du seuil de retrait obligatoire devrait ainsi en principe limiter l'engagement purement opportuniste d'actionnaires activistes, dont le seul but est de bloquer le retrait obligatoire afin de négocier de meilleures conditions financières. En effet, un tel engagement sera désormais beaucoup plus coûteux (nécessitant une acquisition de 10 % du capital contre 5 % actuellement) et donc plus risqué.

Bien que la loi PACTE met en œuvre des dispositions visant, dans une certaine mesure, à encadrer l'activisme actionnarial, les activistes continuent d'utiliser, voire de détourner, les droits légaux conférés aux actionnaires « traditionnels ». Parallèlement à l'évolution législative que constitue la loi PACTE, les autorités publiques ont pris conscience et se sont appropriés davantage ces problématiques d'activisme actionnarial.

En juillet 2019, le Président de l'Autorité des marchés financiers, Robert Ophèle, a publié, à titre personnel et publiquement, des contributions aux réflexions sur l'activisme en bourse, suite à son audition par la Commission des finances et de l'économie générale de l'Assemblée nationale qui préparait un rapport sur le sujet. Le Président de l'Autorité des marchés financiers, saluant le rôle joué par les activistes, a néanmoins invité à prendre certaines mesures (d'ampleur et de portée limitée) en lien avec l'activisme actionnarial telles que l'abaissement du seuil initial de l'obligation légale de déclaration de franchissement de seuil (à 3 % du capital ou des droits de vote contre 5 % actuellement) et de l'obligation de déclaration d'intention lors du franchissement du seuil à 5 % du capital ou des droits de vote (en plus du seuil actuel de 10 %) pour les « grandes » capitalisations, et une obligation de déclaration des positions courtes sur instruments de dette.

La Commission des finances de l'Assemblée nationale a publié son rapport en octobre 2019 (dit le rapport Woerth). Si ce rapport souligne qu'il est sain que les actionnaires soient actifs et entretiennent un dialogue avec les sociétés cotées, il reconnaît que cet engagement peut parfois se révéler excessif, voire préjudiciable dans certaines circonstances. Le rapport Woerth a également détaillé certaines recommandations, comme le renforcement de la surveillance des ventes à découvert et des prêts, des exigences de transparence (par exemple, l'abaissement du seuil initial de déclaration de franchissement de seuil légal de 5 % à 3 %, ou l'inclusion de titres de créance supplémentaires pour calculer le franchissement des seuils), l'octroi de pouvoirs d'urgence supplémentaires à l'Autorité des marchés financiers, ou encore l'autorisation pour les sociétés cotées de faire certaines communication même pendant les périodes d'interdiction.

Si la législation peut accroître la transparence des entreprises et, partant, restreindre le soutien des autres actionnaires aux campagnes activistes, elle ne peut toutefois pas empêcher le lancement de ces campagnes. L'évolution de la législation aura dès lors pour objectif principal non pas de limiter l'activisme mais de l'encadrer.