

# LA SEMAINE JURIDIQUE

## ENTREPRISE ET AFFAIRES

6 SEPTEMBRE 2018, HEBDOMADAIRE, N° 36 ISSN 1290-5119



640 **Entreprise** - 3 questions : Les nouveaux pouvoirs d'injonction et de sanction du ministre de l'Économie en matière de contrôle des investissements étrangers, P. Bine

641 **Droit des affaires** - Publication de la loi relative à la protection du secret des affaires

642 **Administration** - Publication de la loi pour un État au service d'une société de confiance

647 **Données personnelles** - Mesures d'application de la loi relative à la protection des données personnelles

1440 **Contentieux** - Contrôle et contentieux URSSAF - Actualité jurisprudentielle du 1<sup>er</sup> mai au 30 août 2018, étude F. Taquet

1441 **Taxe sur la valeur ajoutée** - TVA sur les encaissements : pas de recettes, pas d'impôt, CE, 3<sup>e</sup> et 8<sup>e</sup> ch., 2 mai 2018, note O. Fouquet et J.-C. Bouchard

## MARCHÉ FINANCIER

1439

# Fonds activistes : opportunité ou menace pour l'économie ?

Le sujet des fonds activistes reste sensible, et au cœur de controverses fortes. Même dans un contexte universitaire, l'organisation de cette table ronde fut effectivement ardue, ce qui explique l'absence de représentants des émetteurs, plusieurs s'étant désistés<sup>1</sup>. Sa composition souligne le souci de représentativité des professions les plus concernées par le sujet :

Étude rédigée par :

Colette Neuville,  
présidente de l'Association de Défense des Actionnaires  
Minoritaires (ADAM)

Ahmed Guenaoui,  
administrateur civil à la Direction générale du Trésor

Anne-Sophie d'Andlau,  
cofondatrice et Managing Partner de CIAM

Édouard Dubois,  
vice-président Investment Stewardship de BlackRock

Laurence Boisseau,  
journaliste, Les Échos

Muriel Goldberg-Darmon,  
associée au cabinet Cohen Gresser LLP

Philippe Leroy,  
président du cabinet d'évaluation financière indépendante  
Associés en Finance, Jacquillat & Détoyat Associés

Hubert de Vauplane,  
associé au cabinet Kramer Levin Naftalis & Frankel LLP

2 - À l'origine, l'activisme avait un objectif défensif. Il s'agissait, pour les minoritaires, d'utiliser leurs droits d'actionnaires - qui sont autant de pouvoirs - pour défendre leurs intérêts face à des opérations, notamment financières, susceptibles de leur porter préjudice et/ou de ne pas respecter l'égalité de traitement des actionnaires. En ce sens, la première intervention de l'ADAM - c'était fin 1991 - fût menée à l'encontre de l'offre publique d'achat (OPA) partielle de Pinault sur le Printemps. Cette opération s'est terminée, certes par une défaite judiciaire, mais par une victoire au niveau législatif. En effet, au lendemain de la décision de la cour d'appel de Paris en défaveur des actionnaires minoritaires, le ministre des Finances a décidé de réformer le droit des offres publiques en rendant obligatoire l'offre publique d'achat sur l'intégralité du capital, en cas de dépassement, par un actionnaire, d'un seuil alors de 33 % de participation. La suppression des OPA partielles a ainsi été obtenue à la suite d'une action activiste. Au-delà de la défense de leurs intérêts dans le cas d'espèce, l'objectif des activistes regroupés par l'ADAM était de mettre en lumière l'inadaptation de la réglementation en vigueur à la nécessité d'assurer efficacement la protection des actionnaires minoritaires. Objectif atteint en ce domaine tout au moins. Un certain nombre d'autres améliorations ont été apportées depuis aux droits des minoritaires. Pour autant, l'intervention des activistes demeure nécessaire, à raison de diverses critiques qui peuvent être faites, tant ponctuellement par exemple à l'occasion de la transposition en droit français de la directive (UE) 2017/828 du Parlement européen et du Conseil du 17 mai 2017, modifiant la directive 2007/36/CE<sup>2</sup>, en vue de promouvoir l'engagement à long terme des actionnaires, que de façon générale. Aujourd'hui, ce sont les dispositions du projet de loi PACTE<sup>3</sup> qui posent problème aux actionnaires : en principe, l'un de ses objectifs est de remettre la Bourse au goût du jour en améliorant la compétitivité de la Place financière de Paris. Mais ce qui peut attirer les émetteurs ne convient pas forcément aux investisseurs : ainsi toutes les réformes qui tendent à aligner notre réglementation sur les réglementations les moins exigeantes en matière de protection des minoritaires, comme notamment l'abaissement à 90 % du seuil du retrait obligatoire. S'il y a moins d'introductions en Bourse, on peut

## 1. La notion de fonds activiste

### A. - L'évolution de l'activisme

1 - **Intervention de Colette Neuville.** - L'activisme actionnarial n'est pas un phénomène nouveau. En France, il a commencé à se manifester dans les années 1990 avec les privatisations et l'arrivée des actionnaires anglo-saxons. Mais, il a beaucoup évolué depuis et aujourd'hui, il convient de parler « d'activismes » au pluriel, dans la mesure où différentes formes d'activisme se sont succédées dans le temps, et perdurent en parallèle les unes des autres.

1 Ce texte a été rédigé par Sophie Schiller assistée d'une étudiante du Master droit des Affaires de l'Université Paris Dauphine, Mélinda Benhaïem, à partir de la retranscription des propos tenus lors de la table ronde, sans reprendre la construction d'origine inadaptée à une présentation écrite.

2 PE et cons. UE, dir. (UE) 2017/828, 17 mai 2018 : JOUE n° L 132, 20 mai 2017, p. 1 ; JCP E 2017, act. 412

3 V. notamment, JCP E 2018, act. 517.

pourtant penser que ce n'est pas parce qu'il est difficile d'en sortir mais bien parce qu'il coûte moins cher de faire appel au financement bancaire plutôt qu'à des actionnaires qui vont demander un retour sur investissement supérieur aux taux d'intérêt.

L'activisme défensif a montré aux actionnaires minoritaires qu'ils pouvaient obtenir des résultats favorables, dès lors qu'ils usent de leurs prérogatives, notamment juridiques. À cet égard, il est regrettable que le terme « activisme » ait une connotation péjorative alors même qu'en exerçant leurs droits, les actionnaires ne font que jouer leur rôle en assumant la fonction de contrepuissance nécessaire au bon fonctionnement des sociétés.

Une fois la boîte à outils connue, les actionnaires s'en sont servis pour un autre objectif : tirer profit des variations de cours créées par des événements importants de la vie d'une entreprise. S'est dès lors développé un autre type d'activisme, qu'on peut qualifier d'activisme opportuniste. La stratégie dite *Event Driven* implique pour les fonds de procéder, à l'aide de leurs capacités d'analyse, à des placements dans des sociétés où ils prévoient un événement qui sera favorable à une meilleure valorisation de la société - généralement une opération sur le capital - que ce soient une OPA, une fusion, une restructuration, etc. Cette stratégie est généralement utilisée par de grands investisseurs. Cela fût le cas notamment dans les affaires suivantes : Havas (1998), Hyparlo (2008), et plus récemment à l'occasion de l'OPA sur Club Méditerranée pour ne citer que ces exemples. Mais pourquoi attendre que de tels événements interviennent, alors que la création de valeur peut être obtenue par des actionnaires utilisant à cette fin les droits et les pouvoirs dont ils disposent ?

On passe alors à l'engagement actionnarial constructif qui, à la différence de la stratégie *Event Driven*, relève plus du contrôle interne que du contrôle externe.

Nouveaux objectifs, nouvelles méthodes. Aujourd'hui, les activistes emploient toutes les possibilités qu'offre la loi et la *soft law*, et leurs demandes - notamment en matière de transparence - contribuent souvent à l'évolution des règles et des pratiques de gouvernance. Le plus souvent une discussion confidentielle est d'abord engagée avec les dirigeants et le conseil d'administration, ou tout au moins certains administrateurs. Elle peut devenir publique, voire conflictuelle, si aucun dialogue ne parvient à être établi, la publicité permettant alors d'ouvrir le débat.

**3 - L'activisme est un phénomène qui se développe pour plusieurs raisons.** - La multiplication des fonds participe à son développement. Mais surtout, les premières actions activistes ont permis de montrer aux autres gérants de fonds, l'utilité de se servir de leurs droits d'actionnaires. Ainsi, de plus en plus de gérants les utilisent, en tout ou partie : c'est un mouvement qu'il convient d'encourager. En effet, les épargnants de base, qui confient leur argent à tous types de fonds, souhaitent que les gérants défendent le plus efficacement possible leurs intérêts en utilisant tous les moyens dont ils disposent en tant qu'actionnaires, et en allant plus ou moins loin dans l'utilisation de ces moyens selon l'orientation des fonds. La ligne directrice reste celle de la défense des intérêts dont les gérants ont pris la charge.

**4 - L'avantage majeur du développement de l'activisme est d'ouvrir des débats, sur la gestion, sur la stratégie, qui n'étaient jusque-là ouverts, ni à l'extérieur, ni même à l'intérieur des sociétés.** Un tel constat interroge d'ailleurs sur le rôle des administrateurs indépendants,

souvent trop consensuels, qui n'ouvrent pas les débats qu'il leur revient d'alimenter au sein des conseils d'administration et auprès des dirigeants sociaux.

Certes, les actionnaires ne sont pas directement en charge de la gestion, mais il leur appartient de porter des jugements, d'abord avant d'investir, ensuite lors des assemblées générales, pour approuver ou non les comptes et le rapport de gestion. Et lorsque les mandataires sociaux, à qui il revient de trancher, se montrent soit inertes, soit non-inventifs face à des situations qui nécessitent des décisions en matière de gestion et/ou de gouvernance, il semble légitime - et même très utile du point de vue de l'intérêt de l'entreprise et de l'intérêt général - que des actionnaires recourent à des experts - en stratégie, en droit etc., pour proposer des initiatives et des solutions. Il est très sain que, à côté des investisseurs classiques qui sélectionnent les sociétés les mieux gérées, les activistes investissent dans des sociétés mal gérées et/ou sous-valorisées, de sorte que leur action soit profitable pour eux, pour l'entreprise, et pour l'intérêt général. Il en va de l'allocation optimale des actifs.

Les activistes constructifs ont ainsi pour cibles les entreprises qui ont un potentiel de valorisation mais ne sont pas parvenues à l'atteindre, faute d'avoir pris les décisions adéquates. Il s'agit donc d'un objectif bénéfique, non seulement pour eux mais aussi pour les autres actionnaires et plus largement du point de vue de l'intérêt général, ce qui constitue une des principales raisons de souhaiter la poursuite de leur développement.

## B. - Pourquoi créer et diriger aujourd'hui un fonds activiste ?

**5 - Intervention d'Anne-Sophie d'Andlau.** - Nous préférons le terme de « fonds engagé » plutôt qu'activiste en raison de la connotation en général assez péjorative du terme qui n'a, au demeurant, aucun lieu d'être.

**6 - Pourquoi CIAM est-il devenu un actionnaire « activiste » ou « engagé » depuis environ 5 ans ?** En remarquant sur le terrain à plusieurs reprises que les actionnaires minoritaires étaient traités avec moins d'égards que les actionnaires majoritaires. Les sociétés de gestion de portefeuille sont les plus à même à défendre les minoritaires, en exerçant leur devoir fiduciaire de gérant d'actif. CIAM a lancé sa première campagne activiste à l'occasion de l'affaire Club Méditerranée. Une contestation de l'offre publique d'achat a été déposée concomitamment mais indépendamment de l'ADAM. Les campagnes activistes du fonds se sont ensuite succédées, soit dans le cadre d'actions médiatisées - telles Euro Disney, Zodiac, SFR et Altice -, soit par des démarches plus confidentielles.

CIAM a choisi de se focaliser sur les problématiques de sous-valorisation de sociétés, couplées à des problèmes de gouvernance. Par gouvernance, on entend par exemple les problématiques de diversité de compétence au sein du conseil d'administration, de l'indépendance de leurs membres, ou de conventions réglementées défavorables aux minoritaires, etc. Différents outils peuvent être mis en place pour combler l'écart de sous-valorisation de certaines sociétés, d'ailleurs très souvent liés à leurs problèmes de gouvernance.



7 - La première étape d'une action activiste chez CIAM consiste toujours à essayer d'engager une discussion avec le management et/ou avec le *board* de la société. Cette préférence pour la discussion et le règlement amiable est une distinction fondamentale avec les fonds dits « agressifs », qui sont en général plus le style des fonds activistes américains. En parallèle, un autre outil peut consister à utiliser ses droits d'actionnaire minoritaire, comme le dépôt de projets de résolution en assemblée générale, la contestation de décisions du régulateur en cas de *corporate event* ou d'OPA, ou la mise d'administrateurs face à leurs responsabilités. Enfin, le *proxy contest* en assemblée générale peut également être utilisé.

8 - Une ultime étape peut être mise en oeuvre à défaut de solution trouvée antérieurement et lorsqu'elle s'avère nécessaire. Il s'agit de la campagne publique dans la presse. Par certains aspects, l'activiste se voit comme un lanceur d'alerte face à des décisions très défavorables vis-à-vis des actionnaires minoritaires qui n'ont pas été suffisamment écoutés et qui mériteraient qu'un plus grand nombre de personnes y soient sensibilisées.

### C. - La notion de fonds activiste par distinction avec les autres types de fonds

9 - **Intervention d'Édouard Dubois.** - Le terme d'activiste n'a pas de définition fixée, mais il est certain qu'il ne doit pas être vu comme péjoratif car l'activiste a un rôle disciplinaire sur le marché. La véritable certitude est que le terme « activiste » n'a pas vocation à recouvrir un sens trop large, au risque de perdre sa spécificité.

10 - En effet, si le terme d'activiste recouvrait toutes les hypothèses où un moyen juridique a été utilisé pour faire pression sur le *management*, la grande majorité des actionnaires et en particulier beaucoup d'acteurs traditionnels devraient être qualifiés d'activistes, alors même qu'ils ne font qu'adopter un comportement normal d'actionnaires. Cette dilution de la notion d'activisme peut s'expliquer à raison de la supplantation progressive en France de l'actionnariat passif, par un actionnariat plus dynamique, cohérent avec l'objectif d'efficacité des marchés. Or ce changement a pu surprendre des émetteurs, et a initié l'idée selon laquelle il fallait protéger les sociétés des actions des activistes. Par exemple, la loi n° 2016-1691 du 9 décembre 2016 relative à la transparence, à la lutte contre la corruption et à la modernisation de la vie économique, dite loi Sapin 2<sup>4</sup>, a généralisé le recours au droit de vote double, ce qui renforce la position des majoritaires ; elle a aussi facilité l'enclenchement des mécanismes anti-OPA. La défense des minoritaires n'est pas non plus au cœur du projet de loi PACTE.

11 - BlackRock ne se définit pas comme un actionnaire activiste, car il n'a pas vocation à s'immiscer dans la gestion de la société, ni à exercer une pression en cas d'opérations capitalistiques ou de changements de stratégie. La société de gestion ne se conçoit que comme un inter-

médiaire, dans la mesure où les vrais actionnaires sont ses clients. Or, 90 % des détentions via BlackRock sont faites dans des fonds indiciels ce qui implique qu'il ne peut pas vendre ses titres. Ainsi, BlackRock va exercer ses droits d'actionnaires par l'engagement actionnarial. Dès lors, il va avoir pour double objectif de bâtir des relations de long terme avec les sociétés où sont prises les participations, tout en instaurant une meilleure compréhension mutuelle entre sociétés et actionnaires. L'objectif de BlackRock est ainsi de voter à toutes les assemblées générales - c'est-à-dire environ 17 000 assemblées générales dans le monde.

12 - Ces dernières années, le succès grandissant des activistes a eu pour résultat d'amener les sociétés à transiger plus facilement. L'aspect positif est que les sociétés vont effectivement engager moins de dépenses dans des campagnes de communication et de défense judiciaire et l'économie réalisée sera potentiellement bénéfique pour les actionnaires. La voie transactionnelle est également beaucoup plus favorable pour la réputation de la société. Cependant, le point négatif de l'action des activistes réside dans la prise de décisions qui peuvent parfois ne pas aller dans le sens de l'intérêt de l'ensemble des actionnaires. Aujourd'hui, le souhait de BlackRock est que les sociétés dialoguent en amont avec les actionnaires de long terme, pour s'assurer de leur soutien.

### D. - Le cas des fonds activistes *short sellers*

13 - **Intervention d'Hubert de Vauplane.** - L'activisme français est proche de l'activisme européen en général. À côté de l'activisme créateur de valeur qui a été évoqué, il en existe un autre qui repose sur un objectif de baisse des cours dans les sociétés surévaluées. Il s'agit de l'activisme *short seller*. L'année dernière aux États-Unis, 153 campagnes de vente à découvert ont été menées par des fonds activistes, contre 16 en Asie, et uniquement 7 en Europe.

14 - Cet autre activisme est très intéressant car il renverse tous nos modes de raisonnement et ne vise pas à utiliser tous les outils juridiques du droit des sociétés. Ici, il n'est pas question de sous-évaluation de la société cible, mais de surévaluation afin de faire baisser les cours. D'ailleurs les volumes sont importants : selon une information apparue en février 2018 qui concerne les opérations de *short selling* en général - et non pas celles uniquement faites dans une optique activiste - le fonds Bridgewater a révélé avoir des positions vendeuses de 22 milliards de dollars sur des sociétés européennes. Cela montre comment l'outil, non pas de l'achat, mais de la vente est aussi une stratégie des fonds, soit en gestion, soit en activisme.

15 - Cet activisme est risqué car il faut payer des appels de marge. Par exemple, Bill Ackman, CEO de la société de gestion Pershing Square Capital Management, avait pris une position à découvert d'un milliard de dollars à la baisse sur la société Herbalife en 2012. Il a maintenu sa position, malgré les appels de marge, à raison de soupçons de fraude pesant sur la société, qui aurait ainsi pu s'avérer surévaluée. La *Federal Trade Commission* avait d'ailleurs ouvert une enquête pour fraude à l'encontre de la société. Malgré un tel soutien du régulateur, l'investisseur n'a pas résisté aux appels de marché, et a dû fermer sa position. L'activisme *short seller* n'est donc pas toujours gagnant. Cette opération illustre la nouvelle stratégie des fonds,

4 L. n° 2016-1691, 9 déc. 2016 relative à la transparence, à la lutte contre la corruption et à la modernisation de la vie économique, dite loi Sapin 2 : JO 10 déc. 2016, texte n° 2 ; JCP E 2016, act. 982 ; JCP G 2017, act. 3, aperçu rapide J.-M. Brigant ; Dr. sociétés 2016, repère 12 ; M. Roussille, Loi Sapin 2 et droit des sociétés : JCP E 2017, 1048.

qui investissent dans des sociétés surévaluées, dans lesquelles pèsent généralement des soupçons de fraude. Par suite, le fonds tente de convaincre les investisseurs du bien-fondé de l'analyse, en exerçant une pression à la baisse via une position vendeuse. Les termes de « fraude » et « soupçon de fraude » sont à prendre au sens américain du terme. À titre d'exemple, la fraude comptable peut résider en des traitements comptables inappropriés dans les sociétés opérant des traitements qui les arrangent et la fraude peut être caractérisée dans l'utilisation du commerce ou en situation non-concurrentielle.

16 - Cette stratégie est risquée, mais peut être très lucrative. Un cabinet de consultants américains a mesuré les retours sur investissement des ventes à découvert. Sur un an, la moyenne des retours sur investissement oscille entre 11 à 13 % net. Mais il existe une disparité importante. Les stratégies de campagnes en lien avec la fraude commerciale, c'est-à-dire avec l'activité principale de la société, présentent un retour sur investissement de l'ordre de 23 à 41 %, alors que les stratégies sur des fraudes comptables, plus difficiles à prouver, ont des retours sur investissements de l'ordre de 2 %. Les activistes *short seller* se spécialisent d'ailleurs sur tel ou tel type de fraude.

17 - Peu importe le type de stratégie de vente à découvert, il s'agit d'une méthode risquée puisque le cours peut ne pas baisser si des investisseurs ne partagent pas l'analyse du fonds *short seller*. Pour les convaincre, il faut non seulement vendre, mais développer un argumentaire expliquant pourquoi la société est surévaluée. Cet argumentaire pourrait être qualifié de conseil en investissement, d'analyse financière ou encore de recherche. Sa qualification juridique n'est, à l'heure actuelle, pas encore fixée. Mais selon la qualification retenue, les obligations qui pèsent sur les fonds *short sellers* sont alors différentes. D'autant plus qu'ici l'approche américaine et assez différente de l'approche européenne. En outre, l'autre danger de la stratégie *short selling* réside dans la possibilité de déclaration de franchissement de seuils, notamment au regard de la réglementation *short selling*, suivie de façon très stricte par les Américains. Enfin, une dernière incertitude pèse sur le *short selling* : est-ce que les fonds effectuent des manipulations de cours et/ou des diffusions de fausses informations ?

18 - La réponse à cette question dépend de la manière dont les régulateurs perçoivent ces activités. En Europe, le régulateur voit d'un mauvais œil les activités *short selling* effectuées par les fonds. Aux États-Unis, la situation est plus nuancée. À cet égard, l'un des commissaires de la SEC, D. Gallagher, s'interrogeait à l'occasion d'une intervention publique à Stanford en 2017, reprise sur le site de la SEC : « *How does the SEC determine which is which ? It doesn't, and it shouldn't* ». Il me semble que cela devrait être la position de tout régulateur.

## 2. Les moyens d'action des activistes

### A. - L'utilisation de la communication par les fonds activistes et les sociétés cibles

19 - **Intervention de Laurence Boisseau.** - La communication des activistes a connu une évolution importante. Elle est aujourd'hui de

plus en plus sophistiquée et extrêmement bien rodée, dès lors que l'action des activistes devient publique. Souvent, des activistes font appel à des agences de communication, directement ou indirectement. Parmi les moyens déployés, la situation est particulièrement gradée.

20 - Tout d'abord, les fonds activistes procèdent à un travail d'analyse en profondeur, sur la stratégie, les finances de la société et sur les sociétés cotées comparables. Par la suite, lorsque l'action devient publique, ils semblent commencer par écrire une lettre aux dirigeants et actionnaires. Ils alertent la presse et/ou créent des blogs pour développer leurs arguments, ces blogs étant de précieux lieux de documentation. Ils utilisent également les réseaux sociaux, notamment Twitter.

21 - En France, le discours des activistes a évolué. Au départ, ils étaient peu agressifs, en tout cas beaucoup moins qu'au Royaume-Uni ou aux États-Unis. Par exemple, en 2012, quand le fonds Trian a pris une participation dans la société Danone, il n'a pas du tout critiqué la stratégie voire même a salué l'action de la direction générale, en demandant juste un plus grand équilibre entre la croissance, le chiffre d'affaires et le résultat net. L'essor des fonds agressifs s'est manifesté à l'occasion d'un cas intéressant récent qui est celui de TCI. Ce fonds est comme « entré en croisade » contre le rapprochement entre Safran et Zodiac. C'est une des premières fois où un fonds activiste a déployé tous les moyens pour servir son action en utilisant en particulier l'agressivité. Il a mené en amont un travail colossal sur les comptes de Zodiac et leurs valorisations. Il a créé un site Internet sur lequel il a pu mettre en ligne tous les documents importants selon lui, et a développé un argumentaire de 47 pages où il a notamment détaillé tous les risques qu'un rapprochement entre les deux groupes pouvait présenter. Ce même type d'activisme agressif a pu être observé lorsque le fonds Elliott s'est opposé à la prise de contrôle du *board* de Telecom Italia (Tim). Sur le même modèle, il a créé un site Internet et a aussi beaucoup utilisé la presse en procédant à des interviews ciblées. Cette campagne de communication a été couplée à la mise en œuvre de tous les moyens juridiques possibles dont la contestation, via le recours à l'AMF pour contester l'absence d'assemblée générale et par voie de conséquence l'absence de vote des actionnaires. Par suite, les activistes sont passés par des moyens plus *cowboy* pour dénoncer des acquisitions de titres réalisées par le président du conseil de surveillance de Zodiac dans une période où il était, selon eux, initié. Ils ont également demandé la démission du dirigeant de Safran.

22 - En face, les sociétés cibles ne sont souvent préparées, ni à l'entrée au capital d'activistes, ni à de telles campagnes de leur part. Dialoguer avec un activiste n'a rien d'inné. Ainsi la société Safran s'est retrouvée dans une situation défensive, ce qui n'a rien de très confortable, d'autant plus dans un contexte de fusion à gérer. Elle a tenté de répondre - assez sèchement d'ailleurs - à TCI par voie de presse et par voie de lettre, en essayant de démontrer point par point que TCI avait tort. Mais globalement, la communication a été *one shot*, donc peu diffuse et souvent faite sur la défensive. Au final, TCI a eu un succès mitigé, mais les conditions de l'offre ont été revues. Une partie des batailles des activistes se joue donc véritablement sur le terrain de la communication.



## B. - L'utilisation de l'information légale financière par les activistes

**23 - Intervention de Philippe Leroy.** - Il ne nous semble pas *a priori* possible d'avoir une juste évaluation d'une société à partir de la seule information publique émise par cette société. Pour avoir une approche très fine de la valeur, il faut souvent avoir accès à une information plus détaillée. Or, par définition, cette information n'est pas publique, elle se trouve dans les livres de l'entreprise. Par exemple, aucune des attestations d'équités qui ont pu être signées ces dernières années n'aurait pu être faite en bonne et due forme si les analystes financiers n'avaient eu accès qu'à l'information publique. Ainsi, lorsqu'un activiste intervient pour acheter les actions d'une société et faire bouger la gouvernance et la stratégie de cette société, il nous semble qu'il bénéficie forcément d'autres informations que l'information publique. Il rencontrera le management de la société et bénéficiera ainsi d'informations complémentaires.

**24 -** Notons que ces informations confidentielle ne constituent bien sûr pas une information privilégiée au sens du manquement/délit d'initié. Ainsi, l'information peut se fonder sur l'existence d'une convention réglementée, ou sur bien d'autres plans, comme la mauvaise entente d'un conseil d'administration ou l'arrivée d'un nouveau management. Ces informations ici données en exemple sont relatives au fonctionnement interne, et *a priori* confidentiel, de la société. Dans les groupes familiaux, comprenant plusieurs générations d'actionnaires ces informations font partie de la vie de l'entreprise et sont partagées dans la famille. La coexistence avec des actionnaires non-familiaux peut donner lieu à de l'activisme. Les informations de cette nature pouvant être récupérées par lui sont en ce sens, selon moi, « semi-publiques » et « semi-privées » mais ne font pas partie de l'information publique émise par la société.

**25 -** Quand une société découvre qu'il y a un activiste dans son capital, on se retrouve devant un schéma assez classique de dissymétrie d'informations. D'un côté, l'activiste pense que la société possède des informations qui, lorsqu'elles seront révélées, feront augmenter le prix de l'action ; de l'autre côté, la société ne sait pas quelle est la nature de l'information que l'activiste peut rechercher, et ne sait donc pas sur quel registre lui répondre. À cela s'ajoute, vu la complexité grandissante des différentes réglementations, qu'une société peut avoir du mal à identifier quelles informations doivent être qualifiées de privilégiées. Des sociétés ont parfois fait l'objet de sanctions AMF alors qu'elles avaient cru répondre à des questions banales et avaient exclu, de bonne foi, ces informations de la catégorie des informations privilégiées.

**26 -** En conclusion, l'information est nécessaire et doit nourrir les positions de chacun. Néanmoins, tant sa qualification de privilégiée ou non, que son évaluation sont complexes. Souvent, les conseils juridiques des émetteurs sont interrogés sur la valeur et la matérialité d'une information. Il est alors difficile de dire si l'information, dans l'hypothèse où elle était rendue publique, vaudrait 10 ou 20 centimes par titres, ou si elle ne vaudrait rien. En revanche, elle peut, pour une personne cherchant à reconstituer un puzzle, jouer le rôle d'indice permettant de mieux comprendre l'ensemble des informations qui peuvent être brassées au sein de l'information légale de la société.

**27 - Intervention de Maurice Nussenbaum.** - Affirmer qu'une bonne évaluation d'une société cotée ne peut pas se reposer exclusivement sur l'information publique apparaît exagéré. En effet, les analystes financiers se fondent tous les jours sur l'information légale pour établir leurs notes d'analyse. Certes, il est préférable d'avoir des informations privilégiées, néanmoins beaucoup de choses peuvent être faites à partir de l'information publique, c'est une question de travail. C'est ce que font les analystes. Il ne faut pas opposer de façon trop tranchée information publique et information privilégiée. Au contraire, il faut réhabiliter l'information publique en l'exploitant au mieux.

## C. - Illustration par la description d'une action représentative

**28 - Intervention d'Anne-Sophie d'Andlau.** - L'action Euro Disney est un bon exemple d'une campagne activiste. En l'espèce, CIAM a investi dans la société Euro Disney après la troisième augmentation de capital social en 2014. À ce moment, la valeur de l'action Euro Disney avait perdu 99 % de son cours depuis son introduction en Bourse. Dès lors, la maison mère a décidé de racheter les participations des minoritaires à un prix qui est apparu à CIAM comme étant dérisoire.

**29 -** Il convient de rappeler qu'Euro Disney n'a quasiment jamais réalisé aucun profit dans toute sa vie de société cotée, alors qu'il s'agit de l'un des plus importants succès en Europe, parmi les parcs d'attractions. CIAM s'est dès lors opposé à cette proposition de rachat des minoritaires de deux façons.

**30 -** D'une part, lorsque le régulateur a approuvé l'offre, CIAM a contesté la décision, au motif que l'attestation d'équité délivrée à l'époque ne reflétait pas la valeur de l'entreprise, notamment au niveau des droits fonciers détenus par Euro Disney. Ces droits fonciers représentent 2 300 hectares de terrain, situés à 40 km de Paris, et dont la moitié aujourd'hui a été développée par la société, le reste étant réservé à la construction de villas, centres commerciaux, bureaux etc. L'attestation d'équité a été établie selon une valorisation des droits fonciers à la valeur historique des actifs immobiliers, détenus depuis 25 ans. D'autre part, un certain nombre d'actionnaires minoritaires ont par ailleurs été convaincus par l'argumentaire de CIAM, de ne pas approuver la proposition. La société est ainsi restée cotée.

**31 -** Euro Disney connaissait également des problèmes de gouvernance. Le conseil d'administration était, sinon peu indépendant, du moins sous influence de la société mère. Notamment, il approuvait des conventions réglementées très défavorables à la société, dont des contrats de *management*, des contrats de *royalties* élevés, et un contrat de développement extrêmement opaque dans lequel étaient facturées des attractions à prix exorbitant. Ainsi, CIAM a ajouté deux étapes supplémentaires à sa campagne initiale.

**32 -** D'une part, a été initiée une campagne publique en Europe et aux États-Unis, pour mettre en avant les pratiques de ponctions assez systématiques de Walt Disney U.S. vis-à-vis de sa filiale européenne. D'autre part, CIAM est également allée en justice. Le résultat a été obtenu 18 mois plus tard : Euro Disney a décidé de refaire une

nouvelle offre pour les actionnaires minoritaires, cette fois-ci 65 % supérieure à la précédente.

## D. - Les difficultés juridiques consécutives à la mise en œuvre de ces moyens d'action

**33 - Intervention de Muriel Goldberg-Darmon.** - L'échec ou le succès de l'action d'un fonds activiste dépend souvent de sa capacité à se coordonner ou à se fédérer avec d'autres fonds ou actionnaires minoritaires, notamment institutionnels. Dans la plupart des cas, les fonds activistes et actionnaires minoritaires échangent entre eux de manière plus ou moins formelle - quant à leurs idées, informations, convictions, etc. - voire cofinancent parfois certains coûts, notamment des conseils juridiques, experts financiers, etc. Or, la question de la possible qualification d'action de concert peut dès lors se poser.

**34** - Selon l'article L. 233-10 du Code de commerce, « *sont considérées comme agissant de concert les personnes qui ont conclu un accord 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* ». Deux hypothèses peuvent en pratique se présenter.

**35** - Soit les minoritaires concluent un pacte d'actionnaire constitutif d'une action de concert au sens précédemment décrit : les participations de l'ensemble des actionnaires partis à l'accord doivent être agrégées, et dès lors, donner lieu, le cas échéant, à des déclarations de franchissements de seuils et d'intention, de concert. Soit, ce qui est le cas le plus fréquent, les actionnaires n'ont pas signé de pacte : il pourrait cependant leur être reproché d'agir de concert de façon occulte. Le bureau de l'assemblée générale devra procéder à la privation des droits de vote excédant le seuil non-déclaré - le premier seuil de déclaration légal étant de 5 % (ainsi, tout ce qui va être au-dessus des 5 % en agrégé sera privé de droit de vote).

**36** - Concernant l'action de concert occulte, le concert, selon la jurisprudence de l'Autorité des marchés financiers (AMF)<sup>5</sup>, peut être déduit de l'attitude des parties. L'AMF a ainsi appliqué la technique du faisceau d'indices sur les comportements d'un certain nombre d'actionnaires. Ainsi, l'AMF a pu considérer - ce qui a été confirmé en appel dans l'affaire Eiffage c/ Sacyr - que « ces comportements traduisent une démarche organisée et convergente en vue d'obtenir lors de l'assemblée une recomposition du conseil d'administration d'Eiffage à son profit ». Cette jurisprudence pourrait être *de facto* appliquée à la situation des actionnaires activistes. On peut néanmoins relativiser ce risque en pratique car il est rare que les fonds activistes ensemble représentent plus du tiers du capital d'une société cotée.

**37** - Le dernier point à évoquer réside dans l'émergence de nouvelles méthodes visant à fédérer les actionnaires individuels, au travers des réseaux sociaux et des plateformes Internet *ad hoc*. À ce stade il n'y a pas encore eu de débat, mais il est évident, qu'à terme, ces plateformes soulèveront de nouvelles questions au regard de l'action de

concert. On peut citer à cet égard la plateforme de regroupement d'actionnaires PP local qui a été créée afin de défendre les droits des actionnaires minoritaires dans la bataille Solocal.

**38** - Par ailleurs, les fonds activistes souhaitent souvent créer un dialogue et une relation de confiance avec la cible, en particulier avec son *board* et ses autres actionnaires, ce qui soulève également des problématiques juridiques, pour respecter l'encadrement de l'information privilégiée.

**39** - Ce sont d'abord les discussions avec le *board* qui soulèvent généralement des problématiques quant à la diffusion de l'information privilégiée, comme en témoignent les décisions de l'AMF. L'enjeu sera notamment probatoire : comment démontrer ce qui a pu être dit ou non, qui plus est lorsque l'information est diffusée en *one to one* ? Par exemple, dans le cadre d'une *data room* de sociétés cotées, si un fonds activiste pose une question à la suite de laquelle il a obtenu une information, cette information doit-elle être connue de tous les autres fonds, voire de tous les autres actionnaires de la société, afin d'assurer l'égalité d'information ? Cela peut aller très loin, sans que cette interrogation ne trouve pleinement de réponse encore à ce jour. Les discussions entre activistes et *board* vont donc générer de façon certaine des difficultés quant à la diffusion d'informations privilégiées.

**40** - Un autre sujet peut se présenter à l'occasion de la nomination d'un représentant d'un fonds activiste au *board*. Rares sont en fait les fonds qui formulent une telle demande. En effet, la réglementation sur les abus de marché limite la capacité des fonds activistes à acheter ou vendre des titres de la société une fois qu'ils sont membres du conseil d'administration puisqu'ils sont par définition détenteurs d'informations privilégiées. En pratique, même en cas d'investissement à long terme, il pourrait être difficile pour le fonds activiste de revendre sa participation au moment qu'il jugera opportun. C'est pour cela, qu'en pratique, les fonds ont tendance à demander la nomination d'un administrateur indépendant. Cela a été le cas récemment pour le groupe Lagardère où le fonds Amber Capital a demandé la nomination de deux membres indépendants au conseil, demande qui a été, comme souvent, rejetée. Il convient de noter qu'en droit français, il n'y a aucun droit à l'obtention d'un siège au conseil d'administration en fonction de la participation détenue : il n'existe aucun principe de proportionnalité. La nomination d'un membre au conseil d'administration dépendra d'un vote à la majorité. Au demeurant, comme évoqué par Mme Neuville, on peut s'interroger sur la véritable indépendance des administrateurs indépendants proposés par les activistes. Outre les critères d'indépendance habituels, le Code AFEP-MEDEF précise qu'« (...)au-delà d'un seuil de 10 % en capital ou en droit de vote, le conseil, sur rapport du comité des nominations, s'interroge systématiquement sur la qualification d'indépendant, en tenant compte de la composition du capital de la société et de l'existence d'un conflit d'intérêts potentiel ». Reste à savoir comment cette recommandation sera appliquée en pratique sur la base du *comply or explain*.

**41** - Enfin, pour conclure, rappelons que le fonds activiste ne cherche aucunement à prendre le contrôle de la société, mais seulement à utiliser ses droits d'actionnaires minoritaires, afin d'exercer une influence positive sur la société.

<sup>5</sup> AMF, *déc. et information n° 207C1202*, 26 juin 2007, *Eiffage c/ Sacyr* ; AMF, *commission des sanctions*, 25 févr. 2010 à l'égard de M. Luis Fernando Del Rivero Asencio et de la société Sacyr Valleherm.