

L'Activisme Actionnarial

INTRODUCTION

▶ **Contexte:**

- ▶ 29 avril 2016 vote favorable à la rémunération de Carlos Ghosn par le CA de Renault.
- ▶ Décision légale mais contraire au vote de l'AG.
- ▶ Controverse médiatique.
- ▶ Manifeste plus profondément une évolution des rapports de pouvoirs entre actionnaires et dirigeants dans les grandes entreprises.
 - ▶ Risque d'alignement des managers sur les intérêts des actionnaires.

INTRODUCTION

▶ **Définition:**

- ▶ Processus de contestation initié par un voire plusieurs actionnaires minoritaires.
- ▶ Exercice et mise en application par les actionnaires minoritaires des droits attachés aux actions d'une entreprise qu'ils détiennent, en vue d'influencer la gouvernance de celle-ci.

▶ **Moyens d'action:**

- ▶ Prévus par la loi:
 - ▶ Inscription de points ou projets de résolution à l'ordre du jour des AG;
 - ▶ Questions écrites aux dirigeants;
 - ▶ Demande d'expertise de gestion.
- ▶ Non prévus par la loi:
 - ▶ Name and shame

INTRODUCTION

- ▶ **Finalités de l'activisme actionnarial:**
 - ▶ **Activisme à court terme:**
 - ▶ Fonds, gestionnaires d'actifs...;
 - ▶ Orientation shareholders.
 - ▶ **Augmentation rapide des cours de bourse et versement de dividendes.**
 - ▶ **Activisme à long terme ou « engagement actionnarial »**
 - ▶ Fonds activistes, agences de conseil en vote, syndicats...;
 - ▶ Orientation stakeholders.
 - ▶ **Infléchissement de la gouvernance à long terme de l'entreprise.**

INTRODUCTION

▶ Sources:

- ▶ Directive 2007/36/CE du Parlement européen et du Conseil du 11 juillet 2007
- ▶ Directive 2013/34/UE Du Parlement Européen et du Conseil du 26 juin 2013
- ▶ Code AFEP-MEDEF

▶ Enjeux présents et à venir:

- ▶ Droits de vote double;
- ▶ “Say on pay”;
- ▶ Projet de Directive européenne visant à promouvoir l’engagement actionnarial à long terme.

PROBLEMATIQUE

Quel cadre juridique applicable au développement de l'activisme actionnarial permettant d'instituer une pratique de marché ?

CADRE JURIDIQUE ET ETAT DES LIEUX



CADRE JURIDIQUE FRANÇAIS

- ▶ Exemples de droits reconnus par la loi aux actionnaires favorisant l'activisme actionnarial :
 - ▶ Droit de vote aux assemblées générales
 - ▶ Droit d'obtenir, au moins une fois par an, communication des livres et des documents sociaux
 - ▶ Droit de poser par écrit des questions sur la gestion sociale
 - ▶ Inscription de points ou projets de résolution à l'ordre du jour des assemblées générales
 - ▶ Demande d'expertise de gestion
 - ▶ Action en responsabilité contre les dirigeants

CADRE JURIDIQUE FRANÇAIS

- ▶ **Loi NRE n° 2001-420 du 15 mai 2001**
 - ▶ Modification du fonctionnement du conseil d'administration
 - ▶ Renforcement de l'indépendance des administrateurs vis-à-vis du président
 - ▶ Renforcement de la transparence de l'information
- ▶ **Loi n° 2003-706 du 1^{er} août 2003 de sécurité financière**
- ▶ **Loi TEPA n° 2007-1223 du 21 août 2007**
 - ▶ Subordonne l'attribution de parachutes dorés et autres indemnités différées à des conditions de performance des dirigeants des sociétés cotées
- ▶ **Loi n° 2008-649 du 3 juillet 2008 portant adaptation au droit communautaire**
 - ▶ Application du principe comply or explain

CADRE JURIDIQUE FRANÇAIS

- ▶ **Loi n° 2011-103 du 27 janvier 2011 relative à la représentation équilibrée des femmes et des hommes au sein des conseils d'administration et de surveillance et à l'égalité professionnelle**
- ▶ **Loi n° 2014-873 du 4 août 2014 pour l'égalité réelle entre les femmes et les hommes**
- ▶ **Loi Florange n° 2014-384 du 29 mars 2014**
 - ▶ Généralisation du droit de vote double pour les titres détenus 2 ans par les actionnaires des sociétés cotées (article L225-123 du Code de commerce)
 - ▶ Abandon de la neutralité du management en cas d'OPA hostile

CADRE JURIDIQUE FRANÇAIS

- ▶ **Loi Macron n° 2015-990 du 6 août 2015 pour la croissance, l'activité et l'égalité des chances économiques**
 - ▶ Modification du traitement des retraites chapeau
 - ▶ Modification du régime des actions gratuites
- ▶ **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**
 - ▶ Renforcement du caractère contraignant du vote sur la rémunération des dirigeants de sociétés cotées

CADRE JURIDIQUE EUROPÉEN

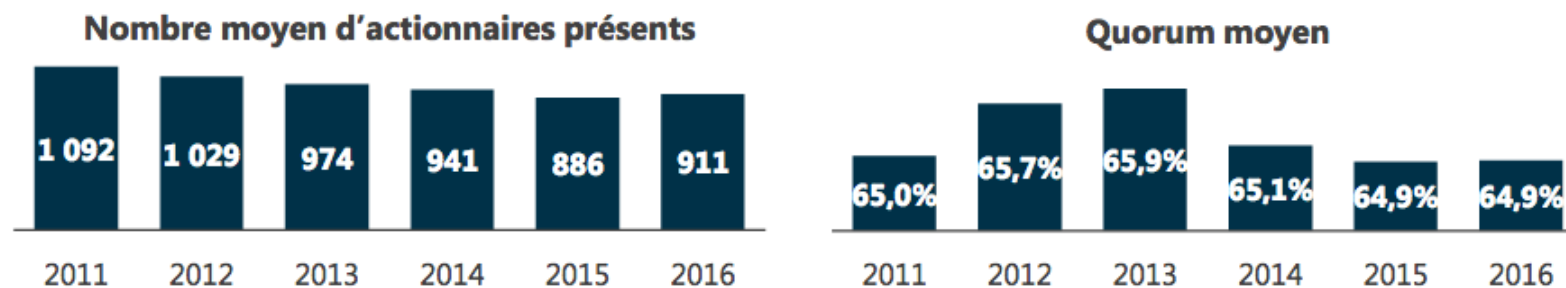
- ▶ **Directive 2003/6/CE du 28 janvier 2003** : opérations d'initiés & abus de marché
- ▶ **Directive 2003/71/CE du 4 novembre 2003** : prospectus à publier en cas d'offre au public de valeurs mobilières ou en vue de l'admission de valeurs mobilières à la négociation
- ▶ **Directive 2004/25/CE du 21 avril 2004** relative aux offres publiques d'achat
- ▶ **Directive 2006/36/CE du 24 mars 2006** concernant l'exercice de certains droits des actionnaires
- ▶ **Directive 2007/14/CE de la Commission du 8 mars 2007** : l'harmonisation des obligations de transparence concernant l'information sur les émetteurs dont les valeurs mobilières sont admises à la négociation sur un marché réglementé

CADRE JURIDIQUE EUROPÉEN

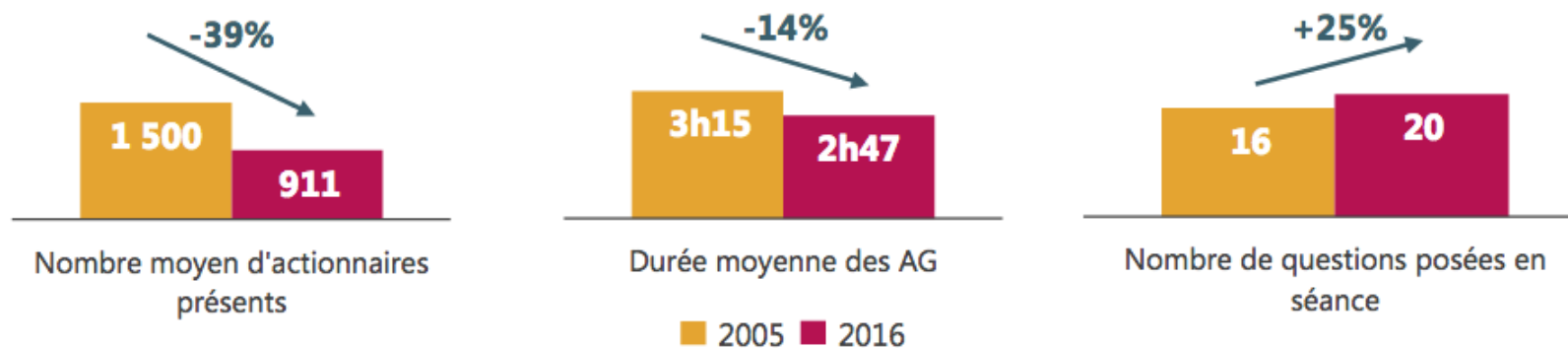
- ▶ **Recommandation 2004/913/EC du 14 décembre 2004** encourageant la mise en œuvre d'un régime approprié de rémunération des mandataires sociaux des sociétés cotées
- ▶ **Recommandation 2005/162/CE du 15 février 2005** concernant le rôle des administrateurs non exécutifs et des membres du conseil de surveillance des sociétés cotées et les comités du conseil d'administration ou de surveillance
- ▶ **Recommandation 2009/384/CE de la Commission du 30 avril 2009** sur les politiques de rémunération dans le secteur des services financiers
- ▶ **Recommandation 2014/208/EU du 9 avril 2014** sur la qualité de l'information sur la gouvernance d'entreprise (« appliquer ou expliquer »)

ETAT DES LIEUX

Chiffres Clefs AG 2016 du CAC 40



Quelques évolutions depuis 2005...



ETAT DES LIEUX

Thèmes abordés en AG en 2016

Répartition des conducteurs des AG 2016 par thème



20%
Activités & Métiers

25%

Gouvernance & Rémunérations



22%
Stratégie & Perspectives
(dont mégatendances)

17%

Finance & Résultats



11%
DD & RSE

4%

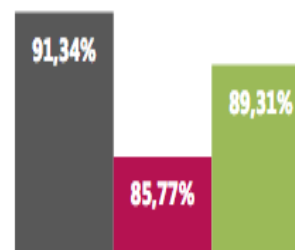
Bourse & Actionariat



11

sociétés du CAC 40 ont vu leur score « Say on Pay » moyen reculer d'au moins -0,3 pts

Score moyen des résolutions Say on Pay*



■ 2014 ■ 2015 ■ 2016

*Chiffres à périmètre constant

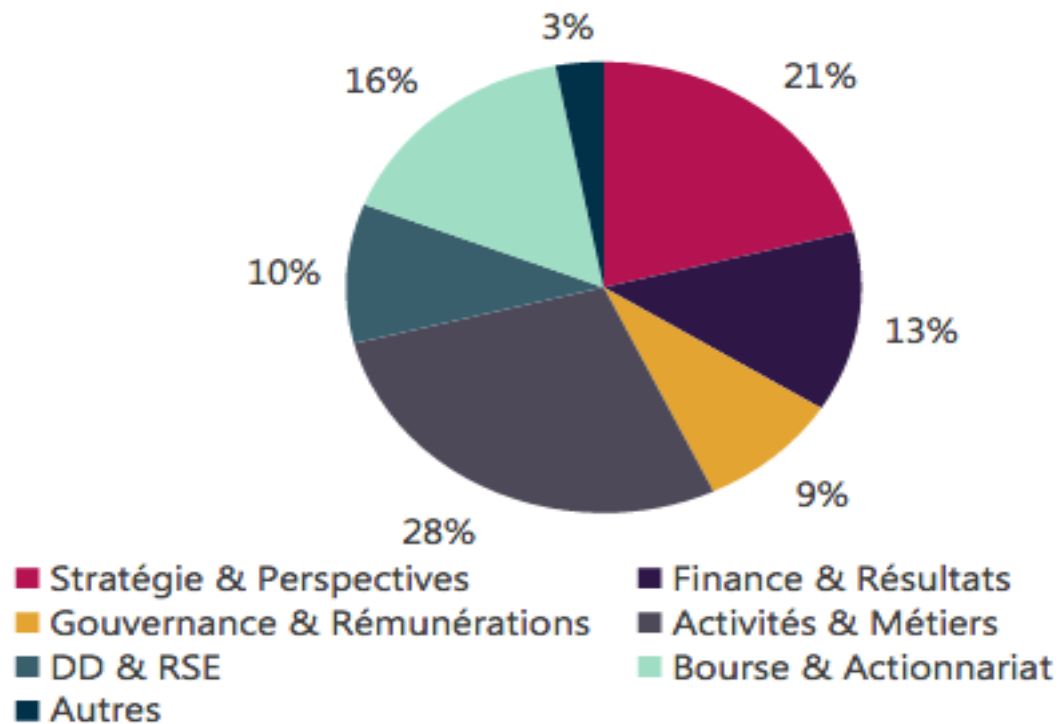
21

sociétés du CAC 40 ont vu leur score « Say on Pay » moyen progresser d'au moins +0,3 pts

ETAT DES LIEUX

Sujets sur lesquelles portent les questions en AG en 2016

Répartition des questions par thèmes



ETAT DES LIEUX

La puissance des Hedge Funds



ETAT DES LIEUX

Le rôle des agences de conseil en vote

- Rôle : « *analyser les résolutions présentées aux AG de sociétés cotées afin d'émettre à l'attention de leurs clients, investisseurs institutionnels, des recommandations de vote sur les résolutions* ».
- Activités :
 - Étude de documents mis à la disposition des actionnaires et du public
 - Analyse au regard de leur politique de vote ou de celle de leurs clients
 - Recommandations auprès des clients, qui sont libres de les suivre
- Autres activités :
 - Proxy voting services : logistique de vote et transmission des instructions de vote à l'émetteur
 - Consulting en matière de corporate governance
 - Traduction d'informations qui ont été fournies aux clients

ETAT DES LIEUX

les agences de conseils en vote : exemple de Proxynvest

Bénéteau	FR0000035164	vendredi 27 janvier 2017	Lettre conseil
Résolution	Résumé de la résolution	Recommandation Proxinvest	
1	Approbation des comptes sociaux connaissance prise du rapport de gestion, du rapport du conseil et du rapport des commissaires aux comptes : les comptes présentent une perte sociale de 1 706 206 € pour l'exercice.	Pour	
2	Approbation des comptes consolidés : les comptes présentent un résultat consolidé de 24,77 millions € pour l'exercice.	Pour	
3	Approbation de la convention réglementée portant sur l'abandon de compte courant au profit de BH S.A.S. de 7 150 000 € au 31 août 2016.	Pour	
4	Approbation d'engagements réglementés correspondant à un régime de retraite à cotisation définie accordés à Hervé Gastinel, Christophe Caudrelier et Jean-Paul Chapeleau.	Pour	
5	Avis consultatif sur la rémunération individuelle au titre de l'exercice clos le 31 août 2016 de Yves Lyon-Caen, Président du conseil de surveillance.	Contre	
6	Avis consultatif sur la rémunération individuelle au titre de l'exercice clos le 31 août 2016 de Louis-Claude Roux, Vice-Président du conseil de surveillance.	Contre	
7	Avis consultatif sur la rémunération individuelle au titre de l'exercice clos le 31 août 2016 de Hervé Gastinel, Président du directoire.	Contre	
8	Avis consultatif sur la rémunération individuelle au titre de l'exercice clos le 31 août 2016 de Christophe Caudrelier, membre du directoire.	Contre	
9	Avis consultatif sur la rémunération individuelle au titre de l'exercice clos le 31 août 2016 de Carla Demaria, membre du directoire.	Contre	
10	Avis consultatif sur la rémunération individuelle au titre de l'exercice clos le 31 août 2016 de Jean-Paul Chapeleau, membre du directoire.	Contre	
11	Avis consultatif sur la rémunération individuelle au titre de l'exercice clos le 31 août 2016 d'Aymeric Duthoit, membre du directoire.	Pour	
12	Affectation du résultat : dividende de 0,10 € par action. Mis en paiement le 3 février 2017.	Pour	

TYPOLOGIE ET FINALITES DE L'ACTIVISME ACTIONNARIAL

L'ACTIVISME FINANCIER (1)

- ▶ **Définition :** Prise de participations minoritaires dans le capital de sociétés cotées avec pour objectif d'influencer la stratégie afin de **favoriser les distributions de dividendes et augmenter la valeur des titres à court-terme**
 - ▶ Objectif de création de valeur à court-terme : 2-5 ans
- ▶ **Acteurs :** Essentiellement des **Hedge Funds** (moins de risques réputationnels, plus opaques)
 - ▶ Peuvent rallier d'autres actionnaires minoritaires
 - ▶ 80% des HF activistes sont anglo-saxons
- ▶ Intervention **croissante** des HF activistes jusqu'à la crise financière de 2007 / **baisse** jusqu'en 2013 / **reprise** de l'activisme financier
- ▶ **Contexte de développement : baisse des coûts de l'activisme actionnarial**
 - ▶ loi NRE 2001 (vote électronique + 5% pour projet de résolution)
 - ▶ loi sur la sécurité financière 2003 a permis une plus large présence des administrateurs indépendants
 - ▶ directive 2007/36/CE de 2007 : immobilisation des actions 5 jours avant l'AG n'est plus nécessaire pour participer à l'AG
 - ▶ Emprunt de titres à court-terme pour bénéficier des droits de vote et/ou couverture du risque économique par contrats d'equity swaps (échange sur actions)



L'ACTIVISME FINANCIER (2)

Stratégie des activistes financiers

▶ **Modifier la structure de gouvernance de la société**

Principale stratégie activiste. objectif : **obtenir des sièges au Conseil d'Administration** afin de faire pencher la balance en leur faveur lors de l'AG.

Forme hostile dans 80% des cas qui se matérialise souvent par une pression pour obtenir révocation ou remplacement des dirigeants/administrateurs

▶ **Influencer les stratégies opérationnelles**

Les HF peuvent militer en faveur de la **restructuration** de l'entreprise (la scission est souvent privilégiée) ou demander qu'elles se recentrent sur leur **coeur de métier** ou **cèdent des actifs non stratégiques**.

▶ **Discipliner le management**

Peut se matérialiser par des propositions de résolution dissidentes à l'AG dans le cadre d'une action de concert

▶ **Infléchir les décisions relatives à la structure du capital**

Se matérialise souvent par une opposition à un projet de fusion/scission (ex : réévaluation de la parité d'échange => cf. KV lors de la fusion GDF-Suez)

NB : Les démarches peuvent prendre une forme hostile qui va rarement jusqu'au litige judiciaire par rapport aux Etats-Unis

L'ACTIVISME FINANCIER (3)

Exemples significatifs

- ▶ **Campagne activiste des HF Centaurus (5,49%) et Pardus (7,32%) sur la société Atos Origin**
 - ▶ 23 octobre 2006 : négociations de Centaurus avec la direction (non hostile) = Echec
 - ▶ Centaurus rejoint par Pardus = wolf pack
 - ▶ Annoncent publiquement leur action de concert pour forcer la direction à examiner leurs visions stratégiques (dont le démantèlement) et pour demander la nomination de certains membres du conseil de surveillance
 - ▶ AG du 22 mai 2008 ajournée par le président du directoire car un autre actionnaire minoritaire (3%) a fait savoir qu'il voterait pour les propositions des fonds
 - ▶ 28 mai 2008 : Accord des 2 HF avec la direction. Abandon de l'idée du démantèlement **mais** remaniement du conseil de surveillance + nomination des 2 administrateurs indépendants proposés par les HF + départ du président du conseil de surveillance hostile aux HF + création d'un comité stratégique avec pour objectif de "maximiser la valeur actionnariale"
- ▶ **Campagne activiste du HF Knight Vinke (1% dans Suez) lors de la fusion GDF-Suez**
 - ▶ Fusion annoncée le 25 février 2006 par Dominique de Villepin (1er Ministre)
 - ▶ 3 septembre 2006 : parité d'échange fixée à 21 actions GDF contre 22 actions Suez
 - ▶ Projet approuvé par le Parlement et la Commission Européenne
 - ▶ KV s'opposa à la fusion considérée comme contraire aux intérêts de Suez => campagne médiatique pour une revalorisation de la parité d'échange (OPE à 30€ alors que l'action dépassait 40€). KV demanda le versement d'un dividende exceptionnel.
 - ▶ Wolf pack avec d'autres actionnaires + rumeur d'une OPA de François Pinault sur Suez fait flamber le cours de bourse
 - ▶ Le 15 janvier 2008 KV se désengage de Suez et réalise une confortable plus-value
 - ▶ Fusion le 22 juillet 2008 et les propositions de KV sont prises en compte (Suez environnement introduite en bourse et parité d'échange réévaluée)

L'ACTIVISME SOCIÉTAL

Un activisme en faveur de causes sociales et environnementales variées :

Le droit des femmes, la promotion de la diversité, le respect de l'environnement, le respect des droits de l'homme auprès des pays en développement et des populations fragiles.

Des investisseurs incluant de nombreuses entités, à la fois beaucoup et peu financiarisés, ayant pour point commun la défense, la promotion et le respect des questions sociétales :

Les associations, ONG et leurs membres, des institutions religieuses et des investisseurs professionnels.

Une manifestation de l'activisme sociétal principalement au cours des assemblées générales d'actionnaires :

Mélange des genres entre le côté officiel et cérémonial des assemblées d'actionnaires et le l'esprit parfois disruptif de certains actionnaires engagés.



FOCUS SUR LES ACTIONS DE « NAME AND SHAME »

FOCUS SUR LES ACTIONS DE « NAME AND SHAME »

« *Name and shame* » : nommer et couvrir de honte, consiste à dénoncer les responsables sur la place publique, les punir par la honte

Les acteurs du name and shame : des groupes de pression, ONG, associations féministes, écologiques, antiracistes, agences privées comme EY, ...etc., les agences de notation, les agences de conseil en vote telles que Proxinvest

Rôle de l'AMF : Concernant le « *Say on pay* » l'AMF rend chaque année un rapport (art. L.621-18-3 CMF)
En cas de non-respect du Code AFEP-MEDEF, l'AMF va donner les noms de sociétés qui ne respectent pas les règles -> « *name and shame* »

Impact important de cet activisme sur l'entreprise :

- ↖ **en interne** : pendant l'AG des actionnaires où des questions délicates peuvent être posées (actionnaires mécontents, ONG, associations, ...etc.)
- ↖ **en externe** : « Name and Shame » c'est notamment faire sortir la problématique de l'AG des actionnaires ou du Conseil d'administration

Cette sanction par le marché a été jugée comme la sanction suffisante dans un premier temps pour garantir l'efficacité du code. Cette éventuelle réaction est considérée comme une menace suffisante, néanmoins dans le cas de la rémunération de Carlos Ghosn cette affirmation peut paraître optimiste

CAS CARLOS GHOSN

Le **29 avril 2016** : les actionnaires de Renault rejettent à **54 %** la rémunération attribuée au PDG au titre de l'année **2015** dans le cadre du « *say on pay* », une première en France

Origine de cette défiance : Les dénonciations faites, concernant la rémunération de Carlos Ghosn, par l'Etat et Proxinvest, société de conseil qui s'interroge : « *Carlos Ghosn : 7,2 millions d'euros pour un mi-temps ?* »

La rémunération de Carlos Ghosn :

- ↖ en tant que **PDG de Renault** : **7,251 millions d'euros**, dont **1,737 million** en numéraire
- ↖ en tant que **PDG de Nissan** : **8 millions d'euros** (société détenue à **43,4 %** par Renault)

Cette agence dénonce cette rémunération à l'AMF qui rendra un rapport en **2016** critiquant cette rémunération

La rémunération pour l'année **2016** a dans un premier temps été maintenue par le comité, puis a été revue

Nouvelle structure de rémunération : La part variable est ainsi diminuée de **20 %** et passe de **150 %** à **120 %** (**180 %** maximum en cas de surperformance des indicateurs), son paiement ne fera plus l'objet d'ajustement et les critères d'allocation sont renforcés. Le salaire fixe et les éléments de rémunération à long terme restent inchangés

Effet de l'utilisation du « *name and shame* » : Avec l'intervention de Proxinvest, cette dénonciation a eu un impact positif, néanmoins assez limité

Pour Charles Pinel, de la société Proxinvest, « *ces mesures sont très décevantes. Il s'agit pour lui de modifications tout à fait mineures, homéopathiques* »

CAS LAFARGE HOLCIM



LafargeHolcim

- ▶ Juillet 2015 : FUSION de LAFARGE et de HOLCIM pour créer le n° 1 mondial du ciment
- ▶ Chiffre d'affaires: 30Mds CHF
- ▶ Capitalisation boursière : 31 Mds €
- ▶ Bruno Lafont, ex-PDG de Lafarge SA et co-président non exécutif de LAFARGEHOLCIM
 - ▶ 8,4M d'euros d'indemnités de départ
 - ▶ 2,5M de prime pour la fusion,
 - ▶ 5,9M d'indemnités de départ.
 - ▶ Il bénéficie également d'une retraite chapeau de 620 000€ par an
 - ▶ Il a cependant renoncé à sa rémunération de co-président de LAFARGEHOLCIM de 1,75M CHF pour ne toucher que les jetons de présence dus aux administrateurs : 200 000 CHF.



CAS LAFARGEHOLCIM

Ce que dit le rapport de 2015 sur le gouvernement d'entreprise et la rémunération des dirigeants des sociétés cotées

- ▶ Contradiction entre les différents éléments de rémunération octroyés
- ▶ le président directeur général est, en effet, traité
 - ▶ (i) soit comme quittant le groupe, ce qui lui permet de prétendre à une indemnité de départ,
 - ▶ (ii) soit comme restant dans le groupe afin de pouvoir bénéficier de son régime de retraite supplémentaire et du maintien de la totalité de ses rémunérations à long terme (ex: plans de rémunération variable pluriannuelle, plans d'option de souscription d'actions, plans d'attribution gratuite d'actions).
- ▶ Dépassement du plafond de 2 ans de rémunération (fixe et variable) prévu par le code
- ▶ La rémunération exceptionnelle de 2,5 millions d'euros, versée 2 mois avant son départ pourrait être assimilée à une prime de départ.
- ▶ Le Haut comité de gouvernement d'entreprise précise qu'il faut « *veiller à ce que, si le départ du dirigeant est concomitant ou suit de peu la réalisation de l'opération qui motive la rémunération exceptionnelle, celle-ci ne s'écarte pas des règles fixées par le § 23.2.5 pour l'indemnité de départ (à laquelle l'opinion publique ne manquera pas de l'assimiler), en particulier la limite de deux ans de rémunération fixe et variable* ».

Cas LAFARGEHOLCIM

Ce que dit le rapport de 2015 sur le gouvernement d'entreprise et la rémunération des dirigeants des sociétés cotées

- ▶ Bruno Lafont a été dispensé de la condition de présence et conserve l'intégralité de ses droits pour l'ensemble des rémunérations à long terme dont il est bénéficiaire
 - ▶ (ex. plans 2013 et 2014 de rémunération variable pluriannuelle, plan 2012 d'options de souscription d'actions, plans 2013 et 2014 d'attribution gratuite d'actions.
- ▶ Ces rémunérations sont soumises à une période d'acquisition qui s'étale sur plusieurs exercices. Or, **LAFARGE** a décidé d'accorder à son ancien dirigeant tant la partie de ces rémunérations qui correspond à la période antérieure à son départ que celle postérieure à son départ (l'acquisition s'écoulant jusqu'en 2018 au maximum).
 - ▶ Ineffectivité du principe d'acquisition *pro rata temporis* des rémunérations long terme tel que développé par le HCGE10 qui aurait conduit Bruno Lafont à perdre une partie des rémunérations long terme octroyées.
- ▶ Enfin, maintien du régime de retraite supplémentaire au profit de Bruno Lafont
- ▶ L'AMF a donc demandé au Haut comité de gouvernement d'entreprise de se saisir, en application de l'article 25.2 du code AFEP-MEDEF, de la question des rémunérations versées à Bruno Lafont dans le cadre de son départ et de soumettre son avis au conseil d'administration de Lafarge.
 - ▶ Toutefois, aucune information n'a été rendue publique ni par le Haut Comité, ni par la société sur ce sujet.

CAS LAFARGE HOLCIM

Evolution des rémunérations du comité exécutif

Rémunérations pour l'exercice 2015

Nom	Fonction	Salaire de base (CHF) ⁶	Avantages annuels ²		Actions de performance ⁷		Options sur actions ⁸		Cotisations retraite ¹	Autres	Total 2015	Total 2014
			S1 2015 (CHF)	S2 2015 (CHF)	Nombre	Juste valeur (CHF)	Nombre	Juste valeur (CHF)				
Eric Olsen	CEO (depuis le 10 juillet 2015)	847 469	S/O	837 000	55 227	2 712 750	122 727	1 240 058	132 000	12 278	5 781 555	S/O
Bernard Fontana ⁴	Ancien CEO (jusqu'au 10 juillet 2015)	1 750 000	4 969 574	S/O	S/O	S/O	S/O	S/O	781 000	476 141	7 976 715	5 239 905
Autres membres du Comité exécutif		9 688 450	7 948 598	2 555 000	148 839	7 310 972	334 509	3 379 946	4 725 000	227 035	35 835 001	S/O
Total Comité Exécutif		12 285 919	12 918 172	3 392 000	204 066	10 023 722	457 236	4 620 004	5 638 000	715 454	49 593 271⁵	32 295 031³

1 Les cotisations aux régimes de retraite incluent également les cotisations patronales à la sécurité sociale suisse (AVS/AI).

2 Y.c. les primes de fidélisation.

3 Hauts dirigeants 2014 : membres du Comité exécutif, responsables de région et dirigeants de fonctions de la Société.

4 Rémunération individuelle la plus élevée.

5 La rémunération totale du Comité exécutif sans départs en 2015 se serait élevée à CHF 30,4 millions.

6 Salaire de base y compris les indemnités de logement et de réinstallation.

7 Valeur par action de CHF 49,12 au 14 décembre, date de l'attribution.

8 Valeur de la stock option de CHF 10,1042, calculée selon un modèle de valorisation Black-Scholes au 14 décembre 2015, date de l'attribution.

Entre 2014 et 2015 les rémunérations du comité exécutif ont augmenté de **53%**.