

L'asymétrie de la connaissance de la géographie du capital entre les émetteurs et les actionnaires, le talon d'Achille des activistes

Frédéric Peltier

Avocat

Le rapport d'information sur l'activisme actionnarial issu de la mission conduite par le Président de la Commission des Finances de l'Assemblée nationale, dont tout le monde parle, mais dont seul le numéro a été rendu public à ce jour (n° 2287), semble préconiser l'abaissement du premier seuil de déclaration des franchissements de seuil à 3 % en capital ou droits de vote. Cette proposition de modification de l'article L. 233-7 du code de commerce n'est pas à la mesure de l'enjeu de la transparence en matière de connaissance de l'actionnariat des sociétés cotées et l'on comprend difficilement en quoi une telle réforme répond aux excès parfois constatés dans les stratégies des investisseurs activistes visant à accélérer la valorisation boursière d'émetteurs qu'ils considèrent comme sous-cotés. Le régime des déclarations de franchissement de seuil est avant tout l'outil de la transparence du contrôle des sociétés, il n'est pas un instrument de police des relations entre les actionnaires et la gouvernance des sociétés cotées.

L'activisme actionnarial pose toutefois bien une question concernant la transparence de la géographie du capital des sociétés cotées, mais la problématique n'est pas centrée sur la seule nécessité pour ces dernières de connaître leur actionnariat et son évolution. D'ailleurs ces sociétés ont à leur disposition la possibilité d'instaurer des seuils statutaires plus fins que les seuils légaux. On ne peut donc pas justifier l'abaissement du seuil légal par la nécessité pour un émetteur de mieux connaître son actionnariat. En revanche dès lors que les seuils statutaires ne font pas l'objet d'une obligation de publication, l'abaissement du premier seuil légal qui passerait de 5 à 3 % permettrait au marché de savoir plus tôt le poids d'un actionnaire à la réputation d'activiste qu'il ne le sait aujourd'hui. La possibilité du suivisme des activistes par le marché serait donc anticipée, drôle de paradoxe....

Le vrai sujet est plutôt l'asymétrie d'information entre les émetteurs et les actionnaires qui est le problème central sur lequel le législateur et le régulateur devraient se pencher et cette proposition d'abaissement du seuil légal n'améliore qu'à la marge la transparence de l'information en matière de composition de l'actionnariat des émetteurs qui laisse à ces derniers un avantage considérable.

Rappelons que les sociétés cotées peuvent lancer une procédure dite de titre au porteur identifiable¹ qui leur permet d'affiner la connaissance de leur actionnariat. Elles ne sont donc pas dépourvues de moyens pour établir une carte assez précise de leur actionnariat. Au surplus, en cas d'assemblée d'actionnaires s'annonçant divisée, les émetteurs peuvent, au travers de l'agent centralisateur des votes par correspondance et de la diffusion des cartes d'admission, agir activement pour maximiser la remontée de pouvoirs, notamment en blanc, c'est-à-dire exercés par le

président de l'assemblée. Elles ont ainsi des relais pour mobiliser leurs actionnaires détenteurs de titres au porteur.

Force est de constater que l'égalité des armes n'est pas du tout assurée entre les émetteurs et les actionnaires qui souhaitent peser sur le sens des votes dans une assemblée qu'ils soient activistes ou pas. En effet les dispositions des articles L.225-116 et R.225-90 du code de commerce qui permettent la consultation de la liste des actionnaires 15 jours avant toute assemblée générale telle qu'arrêtée par la société ne permet pas de rétablir une asymétrie dans la connaissance de la géographie du capital très défavorable pour les actionnaires.

Devant la difficulté d'identifier les actionnaires qui procèdent à une participation non négligeable mais en dessous du radar du seuil minimum de déclaration légale prévu par le code de commerce, les actionnaires qui veulent exposer une critique sur tel ou tel aspect de la gestion ou la stratégie poursuivie par les organes sociaux en place n'ont pas d'autre choix que de communiquer, c'est-à-dire de « faire le buzz ». À défaut de pouvoir contacter des actionnaires qu'ils ne peuvent pas identifier, les activistes communiquent. Or ce buzz sera souvent suspecté de poursuivre l'arrière-pensée de vouloir pas ce biais créer un mouvement sur le titre de l'émetteur concerné. C'est ainsi que la légitimité du droit de critique des actionnaires va se retrouvée dénaturée par la suspicion d'une intention purement spéculative, ce qui n'est bien entendu pas le cas d'actionnaires poursuivant une politique d'investissement dite « value ». La volonté de la hausse du cours n'est pas une intention spéculative.

Pour sortir de cette logique du buzz qui ne peut qu'antagoniser les positions, car le débat médiatique crée souvent plus de chaleur que de lumière, il conviendrait de favoriser la possibilité pour un actionnaire d'exposer à ses pairs ses critiques en sortant de l'alternative du champ extrêmement réduit des questions écrites ou du débat lors des assemblées et de la communication orchestrées dans les media et sur les réseaux sociaux. Il faudrait donc permettre aux actionnaires de s'identifier les uns les autres, pour favoriser la fluidité d'échange d'opinions entre eux qui ne doivent pas être le monopole des médias et des réseaux sociaux. Rien dans le droit positif ne justifie que les actionnaires doivent s'ignorer entre eux ou être isolés dans une relation « en silo » avec la société dont ils sont les partenaires essentiels. La dilution de l'*affectio societatis* dans les sociétés cotées ne justifie pas que les échanges sur la gestion et la stratégie doivent se concentrer dans les débats d'assemblée qui sont enfermés dans un cérémonial souvent proche de la *commedia del arte*, un dialogue de sourds qui mériterait mieux qu'une ponctuation à l'applaudimètre.

Une mesure assez simple permettrait de rétablir les moyens des actionnaires au regard de ceux dont disposent les sociétés dont ils composent le capital. Alors que tout le monde s'accorde pour dire qu'il faut favoriser le dialogue entre les sociétés et leurs actionnaires et que ce dialogue doit être permanent, il serait opportun que chaque émetteur tienne un registre des contacts dits *one to one* avec ses actionnaires disposant par exemple d'une participation au capital ou en droits de vote supérieure à 0,5 % du capital. Une telle disposition, qui entre dans la philosophie des règles de transparence en matière de lobbying où ce type de registre est tenu

1 Procédure créée par la loi du 17 juin 1987 sur l'épargne qui permet aux émetteurs d'interroger Euroclear (anciennement SICOVAM) sur les titulaires des comptes de titres

où sont comptabilisés les titres au porteur chez les établissements dépositaires, étant précisé que le fichier fourni par Euroclear reste confidentiel.

par exemple à l'Assemblée nationale, permettrait donc de tenir à jour une cartographie des actionnaires actifs ou passifs, mais intéressés au dialogue avec la société dans laquelle ils ont investi, soit parce qu'ils ont pris contact avec elle, soit parce que la société a pris contact avec eux.

Cette disposition de transparence des relations des émetteurs avec leurs gros actionnaires aurait plusieurs vertus. D'abord ce registre pourrait être consultable par tous les actionnaires, ce qui favoriserait les échanges sans recours à la presse pour exprimer des vues divergentes. Il permettrait aussi de mesurer l'action des émetteurs pour convaincre leurs actionnaires, ce qui n'est pas une information sans intérêt. Il permettrait aussi au régulateur dans sa surveillance des abus de marché de mieux tracer ces échanges entre émetteurs et investisseurs qui certes ne doivent pas conduire à la diffusion d'informations privilégiées, mais éclairent sur la rationalité ou non des évolutions d'expositions de tel ou tel investisseur au fil du temps.

L'asymétrie de la connaissance du capital entre les émetteurs et les actionnaires est un obstacle à la démocratie actionnariale et crée une zone d'ombre qui procure à qui a accès à cette information avant les autres, un avantage qui pourrait être un jour le terreau d'une information privilégiée.

Il est aujourd'hui impératif de stopper une certaine hystérisation de la question de l'activisme actionnarial en favorisant la fluidité des échanges entre actionnaires qui ne sauraient être aujourd'hui limités à ce que l'on peut lire sur les forums boursiers avec parfois un certain dégoût. ■