

Réunion du 17 mai 2017 du Cercle de réflexion sur la Gouvernance

Lieu de réflexion et d'échanges entre une vingtaine d'administratrices et d'administrateurs de sociétés du SBF 120, le Cercle a tenu sa sixième réunion le 17 mai 2017.

Sur les thèmes qui leur sont proposés, les membres du Cercle organisent et orientent leurs débats entre pairs en toute liberté et confidentialité.

La transcription des débats qui est faite ci-dessous en respecte le style direct afin de leur conserver leur spontanéité.

Compte rendu des débats :

Le premier thème de débat portait sur l'activisme de TCI Fund Management (ci-après TCI), gérant du fonds The Children's Investment Fund, dans le projet d'opération de rapprochement entre Safran et Zodiac.

Actionnaire de Safran depuis 5 ans (sa participation dans le capital de Safran est actuellement de l'ordre de 4%), TCI mène une violente offensive contre l'opération prévue de rapprochement de Safran avec Zodiac.

Il ne s'agissait évidemment pas d'aborder le fond de ce dossier.

En revanche, l'offensive de TCI mérite que l'on s'y arrête comme une illustration caractéristique de ce que l'on appelle « l'activisme actionnarial ».

Il suffit de consulter le site dédié de TCI (<http://www.astrongersafran.com/>) pour constater qu'outre plusieurs présentations ou analyses de son cru consacrées à la contestation de l'opération, TCI a rendu publiques pas moins de 8 lettres adressées, ces trois derniers mois, au président du conseil d'administration de Safran, aux actionnaires de la société, à l'AMF, enfin à l'ensemble des membres du conseil d'administration de Safran.

Ce sont ces deux dernières lettres, l'une du 17 mars - qui menace de mettre en cause la responsabilité civile personnelle des administrateurs pour « négligence » - l'autre du 3 avril qu'il était proposé de retenir comme base de débat.

Remarques générales :

- **TCI mésestime le vrai rôle du conseil d'administration** de Safran et va un peu vite en besogne par rapport à la réalité des choses : aucune offre n'a à ce jour été déposée et l'examen du projet d'opération est en cours... C'est donc une action engagée contre quelque chose qui n'a pas encore eu lieu, et in fine ce sont les actionnaires qui décideront si l'offre est à accepter ou non !
- Il faut quand même savoir que cela fait des années que cette opération est dans l'air et que ce n'est donc pas quelque chose de totalement nouveau. Safran n'a jamais caché que son objectif était d'intégrer une société à activité complémentaire de la sienne, et c'est l'esprit de l'opération Zodiac.
- **TCI cherche ici à intimider le conseil** ; les deux lettres adressées au conseil auxquelles il est fait référence ne sont qu'un pâle reflet de l'offensive d'ampleur lancée par TCI avec tout ce qui est mis en ligne sur son site dédié.
- C'est vrai que l'on n'a pas l'habitude en France de ce type d'approche. Mais il faut reconnaître que **le travail d'analyse de TCI, bien qu'orienté, semble fouillé.**

Diligences et responsabilités du conseil

- Il est très important, pour le conseil, de faire très attention à ce que l'on dit et fait d'un point de vue juridique, et il est prudent, dans ce type de situation, de se faire accompagner par des **conseils et avocats avisés.**
- En critiquant l'opération, TCI a fait finalement quelque part le travail du conseil d'administration, car la direction générale est là pour présenter des opérations et le contre-pouvoir naturel, c'est le conseil d'administration, tandis que les actionnaires sont le deuxième niveau de contre-pouvoir.
- **Les administrateurs ont une obligation de moyens.** Ils doivent donc s'entourer de conseils appropriés pour avoir une assurance raisonnable de remplir leur obligation. Il y a bien sûr des administrateurs indépendants, mais même eux ont trop souvent tendance à prendre pour argent comptant ce que présente la direction générale.

- Le conseil d'administration est fondé, et a même intérêt, à recourir à des conseils juridiques externes et à des contre-expertises pour se forger [une opinion indépendante](#) et se protéger.
- Attention : on parle de l'intérêt du conseil d'administration ou de l'intérêt de la société ? [Le conseil d'administration représente l'ensemble des actionnaires et doit donc rechercher l'intérêt social.](#)
- Oui, mais il faut noter qu'il n'existe pas, juridiquement, de définition précise de l'intérêt social ...
- On peut se demander si TCI profère des menaces ou s'il ne s'agit pas de simples rappels à l'ordre, voire de rappels à la loi... [Il n'est pas choquant qu'un fonds actionnaire s'adresse aux administrateurs qui sont les représentants des actionnaires.](#)
- Les fonds d'investissement ont des clients dont ils doivent défendre les intérêts et auxquels ils doivent rendre des comptes : il est donc normal qu'ils soient très vigilants et qu'ils se manifestent énergiquement s'ils considèrent qu'une opération envisagée par la société dans laquelle ils ont investi n'est pas bonne pour celle-ci car non créatrice de valeur.

Et de deux choses l'une : ou la société considère que les affirmations du fonds sont des affirmations manifestement mensongères et inexactes de nature à lui porter préjudice, et il faut alors saisir l'AMF, ou, à défaut, on est dans une bataille d'experts.

- [On assiste à une évolution qui fait que la responsabilité des administrateurs dans ce type d'opérations sera un jour mise en cause.](#) La France a la chance de ne pas avoir, pour l'instant, de cabinets d'avocats spécialisés dans la recherche et la mise en cause systématiques de la responsabilité des administrateurs, comme c'est le cas aux Etats-Unis. Ou bien ceux qui attaquent peuvent s'appuyer sur une disposition légale ou réglementaire pour faire valoir leur thèse, ou bien ils doivent s'efforcer de constituer une majorité d'opposition en AG.
- Les actionnaires nomment et révoquent les administrateurs ; ils ont aussi le droit de mettre en cause leur responsabilité.
- La problématique de la couverture d'assurance de responsabilité civile pour les administrateurs est soulevée : il convient de vérifier que son montant est suffisant.

Actionnaires et activisme actionnarial

- Il y a différentes catégories d'actionnaires, avec parfois des actionnaires de référence ou de contrôle. Comme on ne connaît pas tous les actionnaires, [il faut s'en tenir à l'intérêt social](#) et, normalement, il devrait y avoir une parfaite cohérence entre l'intérêt social et l'intérêt économique de l'entreprise.

- [En sous-jacent, il y a pour l'actionnaire la notion de « contrat d'investissement ».](#) En effet, l'actionnaire investit sur la base d'un certain profil de risque et de rentabilité de l'entreprise, et, si on change la donne, il doit avoir la possibilité, voire le droit, de sortir. Il existe d'ailleurs une disposition du règlement de l'AMF qui prévoit que, dans une société contrôlée par un accord de concert, il y a une obligation d'offrir aux minoritaires une sortie si un changement majeur intervient dans les fondamentaux de l'entreprise.
- On ne peut pas se cacher que les petits actionnaires ou actionnaires minoritaires n'ont pas toujours les compétences requises pour juger de l'opportunité et de l'intérêt de telle ou telle opération importante.
- Il faut avoir à l'esprit [la nouvelle directive européenne sur les droits des actionnaires](#) qui va devoir être transposée en droit français : il est fort probable qu'à cette occasion, on ira dans le sens d'un renforcement de l'activisme actionnarial.
- [Le risque lié à l'activisme actionnarial est important](#) et devrait être remonté dans le « top 10 » ou « top 20 » des risques de beaucoup de sociétés.
- Mais l'activiste n'est pas un « pestiféré » ! Il faut simplement qu'il soit traité comme les autres actionnaires.
- [Il est fondamental d'entretenir un dialogue régulier avec les 7 ou 8 plus importants investisseurs](#) (notamment les fonds) qui peuvent détenir chacun, par exemple, entre 2% et 4% du capital pour expliquer ce que l'on fait.

*

Le second thème de débat concernait l'action du Haut Comité de Gouvernement d'Entreprise (HCGE) depuis son installation en octobre 2013.

Un article de presse de fin avril indiquait que le Haut Comité de gouvernement d'entreprise (HCGE) aurait adressé des « remontrances » au président du conseil de surveillance d'une grande société pour ses interventions dans la gestion sociale sans que, selon le HCGE, les actionnaires de la société aient été clairement informés des fonctions, outrepassant le rôle habituel d'un président de conseil de surveillance, que lui aurait confiées le conseil de la société.

A cette occasion, et indépendamment de la situation visée, il paraissait intéressant de débattre de l'action que mène le HCGE depuis sa constitution par l'Afep et le MEDEF en octobre 2013.

Remarques générales

- Il y a actuellement une course entre, d'une part, le pouvoir législatif et réglementaire et, d'autre part, les organisations d'entreprises pour essayer de se dédouaner. La « soft law » vient ainsi souvent en remettre alors que de toute façon la « hard law » arrive, d'où une « double peine ». Il ne faut pas en rajouter ! Il est de la responsabilité de l'autorité publique de prendre les mesures qui lui paraissent nécessaires et il n'appartient pas aux entreprises d'anticiper sur, ou de se substituer à, ce que les pouvoirs publics doivent faire. En définitive, ce qui est important pour l'actionnaire, c'est l'intérêt global de l'entreprise et sa performance sur les plans financiers et de la RSE. Donc, en pratique, l'utilité du HCGE semble limitée.
- Quand on achète une action, on n'achète pas de la gouvernance, mais du résultat !

Du rôle et de l'utilité du HCGE

- Le HCGE intervient a posteriori, en réaction, et non en préventif, et on peut se demander si cette « agitation » en réaction est vraiment utile.
- Cela dit, dès lors qu'il existe des règles, il est important de vérifier qu'elles sont bien appliquées, d'où ce rôle de contrôle dans lequel apparaît confiné le HCGE.
- C'est vrai, mais il faut préciser qu'il y a également la possibilité d'appeler le secrétaire général du HCGE quand on a un doute ou qu'on ne trouve pas de réponse à un point qui interpelle...
- Il y a aussi des cas où le HCGE écrit à l'entreprise pour soulever certains points importants, notamment au regard des plans de succession des dirigeants.
- On peut déplorer que le HCGE n'ait pas un site internet qui lui soit propre et qu'il communique très peu.
- Quel est concrètement l'impact d'une « remontrance » du HCGE ? En fait, cet organisme est juste « un pare-feu ».
- C'est aux actionnaires de faire la police interne et ils ont les moyens de le faire, notamment lors de la nomination des administrateurs ou par la vente de leurs titres, ce qui peut avoir un effet négatif sur le cours de bourse.

Le troisième thème d'échanges avait trait au rôle économique que pourraient jouer les fondations en leur facilitant la détention majoritaire du capital des entreprises, selon un rapport récent de l'Inspection Générale des Finances.

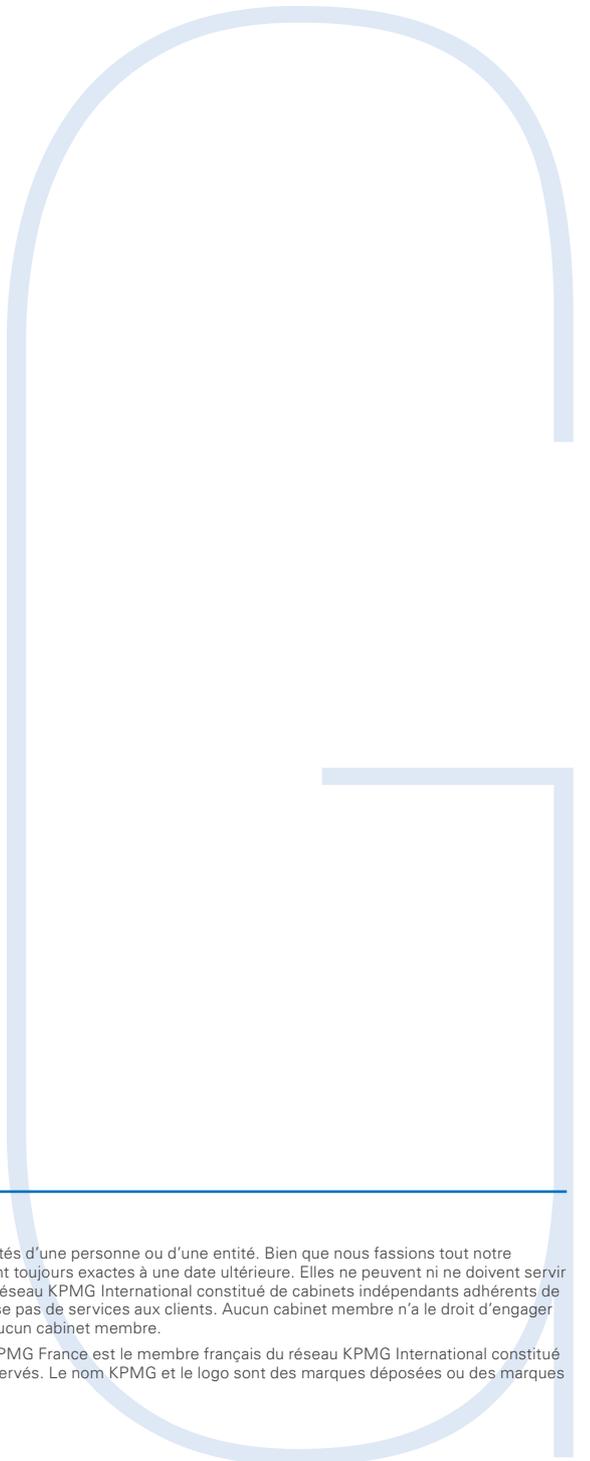
(<http://www.igf.finances.gouv.fr/files/live/sites/igf/files/contributed/IGF%20internet/2.RapportsPublics/2017/2017-M-008.pdf>)

Le rapport souligne qu'en France, le rôle économique des fondations est aujourd'hui limité, et sans comparaison avec celui qu'elles peuvent jouer dans d'autres pays européens.

Au terme de son analyse, l'IGF estime que « par leur capacité à protéger le capital d'une entreprise et à maintenir son activité sur le territoire national, elles constituent d'importants outils de politique industrielle ».

Commentaires

- La formule des fondations est fréquente en Suisse et dans les pays scandinaves, notamment.
- Le rapport prévoit la possibilité d'avoir pour la fondation une durée limitée à dix ans, mais que se passe-t-il après ?
- Quand le fondateur de l'entreprise n'a pas d'héritier direct, la création d'une fondation ayant les droits d'usufruit et de vote peut sans doute être une solution pour « garder la famille aux manettes ».
- Il faut se poser la question de l'objectif recherché pour la fondation : protéger l'entreprise ? verrouiller le capital ? gérer un problème de succession ? Le rapport n'est pas très clair sur ce point.
- C'est une mauvaise réponse à une bonne question ! On ferait mieux de se pencher sur l'intérêt d'avoir des fonds de pension en France...



Les informations contenues dans ce document sont d'ordre général et ne sont pas destinées à traiter les particularités d'une personne ou d'une entité. Bien que nous fassions tout notre possible pour fournir des informations exactes et appropriées, nous ne pouvons garantir que ces informations seront toujours exactes à une date ultérieure. Elles ne peuvent ni ne doivent servir de support à des décisions sans validation par les professionnels ad hoc. KPMG France est le membre français du réseau KPMG International constitué de cabinets indépendants adhérents de KPMG International Cooperative, une entité de droit suisse (« KPMG International »). KPMG International ne propose pas de services aux clients. Aucun cabinet membre n'a le droit d'engager KPMG International ou les autres cabinets membres vis-à-vis des tiers. KPMG International n'a le droit d'engager aucun cabinet membre.

© 2016 KPMG France. KPMG France désigne un ensemble de sociétés opérationnelles juridiquement distinctes. KPMG France est le membre français du réseau KPMG International constitué de cabinets indépendants adhérents de KPMG International Cooperative, une entité de droit suisse. Tous droits réservés. Le nom KPMG et le logo sont des marques déposées ou des marques de KPMG International. Imprimé en France. Conception / Réalisation : KPMG (Markets) - Studio KPMG - OLIVER.