

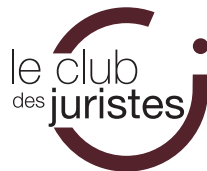
DÉCEMBRE 2022

RAPPORT

ACTIVISME ACTIONNARIAL

Groupe de travail présidé par Michel PRADA,
ancien Président de l'Autorité des Marchés Financiers (AMF)

Rapporteur : Benjamin KANOVITCH, avocat, Bredin Prat



ACTIVISME ACTIONNARIAL

RAPPORT DU CLUB DES JURISTES

Commission ad hoc
DÉCEMBRE 2022



4, rue de la Planche 75007 Paris
Tél. : 01 53 63 40 04
www.leclubdesjuristes.com

RETROUVEZ-NOUS SUR    

PARTIE I



NOTE DE SUIVI



- Dans le prolongement de divers travaux de Place sur l'activisme actionnarial¹ et notamment de la Mission d'information sur l'activisme actionnarial constituée par l'Assemblée nationale, la Commission « activisme actionnarial » du Club des Juristes (la « **Commission** ») a publié un rapport le 7 novembre 2019 dans le cadre duquel ont été formulées 10 recommandations (le « **Rapport** »).
- En 2019, la Commission avait identifié des comportements d'actionnaires activistes en campagne susceptibles d'être préjudiciables à la transparence, à la loyauté, ou au bon fonctionnement du marché, et proposé des recommandations pour encadrer les campagnes et promouvoir les bonnes pratiques². Trois ans après la publication du Rapport, la Commission, qui n'entend toujours pas prendre parti dans le débat économique et politique opposant les partisans et les détracteurs de l'activisme actionnarial, a souhaité confronter ses recommandations au contexte économique et normatif renouvelé.
- Sur le plan statistique, l'activisme actionnarial connaît un réel dynamisme en 2022³. Dans un contexte de reprise économique post-pandémie et d'instabilité internationale, les actionnaires ont effectivement porté l'activisme à des niveaux inobservés depuis 2018, année record. Cette recrudescence s'explique, en partie, par l'effet de la reprise de la croissance et par les incertitudes économiques incitant les actionnaires à analyser avec une vigilance particulière la viabilité financière de la stratégie des entreprises, mais elle doit aussi beaucoup au renouvellement de l'objet et des acteurs des campagnes activistes.
- Depuis la loi PACTE, les émetteurs sont de plus en plus confrontés aux campagnes lancées sur la prise en considération des enjeux sociaux et environnementaux ou sur les communications afférentes adressées aux actionnaires. Les questions ESG (Environnement, Social et Gouvernance), qui, traditionnellement, étaient développées accessoirement aux thèses économiques, le sont ainsi de façon autonome, selon des formes similaires aux campagnes activistes classiques.

1 Rapport du 2 octobre 2019 publié en conclusion des travaux d'une « mission d'information relative à l'activisme actionnarial », constituée par la Commission des finances de l'Assemblée nationale, qui avait pour co-rapporteurs Eric Woerth et Benjamin Dirx ; rapport « Activisme actionnarial » publié par l'AFEP le 10 décembre 2019 ; rapport du 9 janvier 2020 d'un groupe de travail d'Europlace composé de deux documents « Gouvernance actionnariale et pratiques de marché » et « Des actionnaires responsables » ; note de l'Institut Français des Administrateurs d'octobre 2021 sur « l'administrateur face à une campagne activiste ».

2 AMF, Rapport 2019 sur le gouvernement d'entreprise et la rémunération des dirigeants des sociétés cotées, 3 décembre 2019, p. 25 : « Comme l'indique le Président de l'AMF l'activisme peut « contribuer à la bonne formation des prix sur les marchés et à l'amélioration de la gouvernance et de la gestion des émetteurs ». Cependant, il peut également constituer une force « anormalement déstabilisatrice tant pour les émetteurs que pour le bon fonctionnement du marché ».

3 Selon une étude menée à l'échelle mondiale, Lazard, « Lazard's Q3 2022 Review of Shareholder Activism », octobre 2022, le nombre de campagnes a augmenté de 39% entre 2021 et 2022 sur les trois premiers trimestres. Au troisième trimestre 2022, l'étude décomptait 171 campagnes lancées depuis le début de l'année, contre 173 sur l'ensemble de l'année 2021.

- Ce phénomène s'explique notamment par le fait que les campagnes ne sont plus exclusivement conduites par des investisseurs⁴. Certaines ONG initient ainsi de véritables campagnes sans autres préoccupations que celles, sociales et environnementales, inscrites à leur agenda. L'essor des campagnes ESG est également soutenu par la constitution de plusieurs fonds spécialisés en la matière, aspirant à des performances financières conciliables avec des critères sociaux et environnementaux. Les campagnes sont parfois menées par des investisseurs ayant formé une alliance, le cas échéant sous forme de coalition, voire par des investisseurs alliés à des ONG, éventuellement sans revendications économiques⁵.
- Cette nouvelle forme d'activisme, qui profite de l'audience des assemblées générales pour alerter l'émetteur, le marché mais aussi l'opinion publique sur des enjeux sociaux et environnementaux, recourt aux moyens offerts par le droit des sociétés pour influencer les entreprises, jusqu'à en questionner les limites. Les demandes d'inscription de résolutions « climatiques » à l'ordre du jour des assemblées générales ont ainsi soulevé des débats relatifs au principe de hiérarchie des organes sociaux, au point que la Direction générale du Trésor a souhaité la création d'un groupe de travail dédié au sein du HCJP pour étudier l'opportunité de réformer le droit en la matière⁶.
- Depuis la publication du Rapport en 2019, l'AMF a fait évoluer sa doctrine sur l'activisme actionnarial⁷ et mis à jour ses recommandations⁸ en intégrant notamment certaines recommandations du Rapport⁹. La Commission partage la position de l'AMF selon laquelle, « *en raison de l'hétérogénéité des pratiques activistes et de la difficulté de circonscrire la spécificité de l'actionnaire activiste* », la mise en place d'un régime juridique spécifique aux activistes n'est pas souhaitable¹⁰. Par ailleurs,

4 Rapport de la Commission « activisme actionnarial », p. 8 : « *Une campagne activiste peut être définie comme le comportement d'un investisseur usant des prérogatives accordées aux minoritaires afin d'influencer la stratégie, la situation financière ou la gouvernance de l'émetteur, par le moyen initial d'une prise de position publique. L'activiste a un objectif déterminé qui peut varier selon les activistes et les circonstances propres à chaque campagne* ».

5 Selon une étude menée sur 322 sociétés cotées sur le continent européen, BNP Paribas Exane, « International ESG Corporate Survey », oct. 2022, 3 sociétés sur 4 considèrent que moins de 50% des questions ESG abordées par les investisseurs ont un impact financier.

6 Le Trésor relevait dans sa note de cadrage que les résolutions climatiques soulèvent des questions juridiques, dont celle de la compétence des actionnaires pour s'exprimer sur un sujet relevant traditionnellement uniquement de la compétence du conseil d'administration, et celle du fondement juridique d'un vote purement consultatif.

7 AMF, « Communication de l'AMF sur l'activisme actionnarial », 28 avril 2020.

8 AMF, « Activisme actionnarial : l'AMF fait évoluer sa doctrine », 17 mars 2021.

9 Voir tableau en Annexe présentant (i) les recommandations faites par la Commission dans son Rapport, (ii) les mesures ciblées proposées par l'AMF dans sa communication sur l'activisme actionnarial préc. et (iii) les évolutions de sa doctrine adoptées et présentées dans sa communication préc.

10 AMF, « Communication de l'AMF sur l'activisme actionnarial », préc.

comme en 2019, la Commission est convaincue que le droit souple est la voie privilégiée pour répandre les bonnes pratiques chez les activistes comme chez les émetteurs. À cet égard, les régulateurs de marché ont un rôle essentiel à jouer dans la régulation de l'activisme actionnarial, au moyen de leur « magistrature d'influence ».

- La Commission a souhaité réexaminer les recommandations formulées dans le Rapport au regard de l'évolution de la doctrine de l'AMF et, en lien avec des organisations représentant des émetteurs et des investisseurs (AFG, Cliff et SFAF), les a confrontées au contexte actuel et aux nouvelles pratiques. Il ressort de ce bilan que certaines évolutions souhaitées en 2019 relatives au dialogue privé entre les investisseurs et les émetteurs **(1.)**, à la transparence des actionnaires menant une campagne activiste **(2.)** et aux comportements en période d'assemblée générale **(3.)**, demeurent encore aujourd'hui pertinentes.

CHAPITRE I

ENCADREMENT DU DIALOGUE PRIVÉ ENTRE LES INVESTISSEURS ET LES ÉMETTEURS

A. Renforcement du dialogue permanent entre investisseurs et émetteurs

- La Commission salue les mesures prises par l'AMF pour renforcer le dialogue entre les investisseurs et les émetteurs, en ligne avec ses recommandations¹¹. L'AMF a intégré de nouvelles recommandations en ce sens dans son guide de l'information permanente et de la gestion de l'information privilégiée¹² :
 - En premier lieu, le guide rappelle la nécessité d'instaurer un dialogue entre le conseil et les actionnaires sur les principaux sujets d'attention des actionnaires, notamment les questions relatives à la stratégie et la performance en matière sociale, environnementale et de gouvernance (ESG), le cas échéant par le truchement d'un administrateur référent ;
 - L'AMF recommande également que les supports de présentation établis à l'occasion des « roadshows gouvernance » soient mis en ligne sur le site Internet de la société ;
 - Enfin, en cas de vote contesté en assemblée générale, l'AMF recommande de s'interroger sur l'opportunité d'une communication sur les mesures prises par le conseil à la suite de ce vote.

- En réponse à la recommandation sur la création d'une plateforme de dialogue actionnarial envisagée par la Commission¹³, l'AMF considère que « le développement de plateformes de dialogue actionnarial de

11 Recommandation n° 7 du Rapport : « La Commission a constaté que, de l'avis unanime des personnes entendues, le dialogue actionnarial est le meilleur moyen pour prévenir les campagnes activistes. Dans le prolongement des travaux du Club des juristes relatifs au dialogue entre les administrateurs et les actionnaires, la Commission recommande qu'une démarche de dialogue préalable au lancement d'une campagne activiste publique soit systématique. Avant la diffusion éventuelle d'un white paper par les activistes, les émetteurs devraient notamment disposer d'un délai suffisant pour répondre aux arguments soulevés et corriger les éventuelles erreurs avant la diffusion publique. Afin d'améliorer la qualité du dialogue, les parties prenantes pourraient s'entendre sur des principes communs et un guide du dialogue actionnarial pourrait être élaboré conjointement par les émetteurs, les investisseurs, les régulateurs et les autres acteurs de marché ».

12 Ces recommandations, déjà envisagées par la recommandation AMF n° 2012-02 qui s'adresse aux sociétés déclarant se référer au code AFEP-MEDEF, s'appliquent ainsi désormais à l'ensemble des émetteurs dont les titres financiers sont admis ou font l'objet d'une demande d'admission aux négociations sur un marché réglementé, un système multilatéral de négociation ou un système organisé de négociation.

13 Recommandation n° 6 du Rapport : « L'engagement collectif des investisseurs pourrait également être promu à travers la création d'une plateforme de dialogue actionnarial permettant aux investisseurs de mettre en commun leurs revendications et d'engager un dialogue, le cas échéant, avec l'émetteur ».

la part des émetteurs, lequel est préconisé par un rapport, apparaît judicieux, en ce qu'il est susceptible de favoriser un tel dialogue, mais également de rendre celui-ci plus inclusif, en permettant notamment une participation effective des actionnaires minoritaires non institutionnels à ce processus »¹⁴. A cet égard, la Commission rappelle que les initiatives relatives au dialogue, quelles qu'elles soient, devraient toujours être menées conjointement par les différentes parties.

- Le dialogue entre les actionnaires et les émetteurs est aussi mis en avant dans le cadre du développement de l'engagement actionnarial en droit interne et communautaire. Pris en application de la loi PACTE (qui transposait alors la directive SRD II¹⁵), le décret n°2019-1235 du 27 novembre 2019 a en effet introduit à l'article R. 533-16 du Code monétaire et financier (CMF) une disposition prévoyant que la « *politique d'engagement actionnarial [...] décrit la manière dont sont assurés [...] : 1° Le suivi de la stratégie, des performances financières et non financières, des risques, de la structure du capital, de l'impact social et environnemental et du gouvernement d'entreprise ; 2° Le dialogue avec les sociétés détenues [...] »*¹⁶. Ce dispositif est notamment applicable aux sociétés de gestion françaises et européennes¹⁷.
- Au vu des avancées perceptibles en matière de dialogue suscitées par les travaux de l'AMF, la Commission serait extrêmement favorable à l'élaboration d'un guide de bonnes pratiques organisant le dialogue entre les actionnaires et les émetteurs. La souplesse inhérente aux guides de bonnes pratiques permettrait le cas échéant aux parties au dialogue de décider de ne pas s'y conformer lorsque les solutions formulées par le guide ne seraient pas adaptées à leur situation.
- Le principe même d'un guide de dialogue suppose que les bonnes pratiques soient acceptables par toutes les parties prenantes au dialogue. Ainsi, un tel guide, qui ne pourrait se faire qu'à l'initiative des acteurs privés, devrait être élaboré par un panel suffisamment représentatif de l'ensemble des parties prenantes. La Commission, qui se tient prête à accompagner cette démarche, verrait aussi d'un bon

14 AMF, « Communication de l'AMF sur l'activisme actionnarial », préc.

15 La directive (UE) 2017/828 du 17 mai 2017 (dite « SRD II ») modifiant la directive 2007/36/CE du 11 juillet 2007 (dite « SRD I ») en vue de promouvoir l'engagement à long terme des actionnaires.

16 Il s'agit d'une mesure de transposition de l'article 3 octies de la directive (UE) 2017/828 du 17 mai 2017, dite SRD II, préc. : « *Les investisseurs institutionnels et les gestionnaires d'actifs élaborent et rendent publique une politique d'engagement décrivant la manière dont ils intègrent l'engagement des actionnaires dans leur stratégie d'investissement. Cette politique décrit la manière dont ils assurent le suivi des sociétés détenues sur des questions pertinentes, y compris la stratégie, les performances financières et non financières ainsi que le risque, la structure du capital, l'impact social et environnemental et la gouvernance d'entreprise, dialoguent avec les sociétés détenues, exercent les droits de vote et d'autres droits attachés aux actions, coopèrent avec les autres actionnaires, communiquent avec les acteurs pertinents des sociétés détenues et gèrent les conflits d'intérêts réels ou potentiels par rapport à leur engagement ».*

17 Art. L. 533-22 du CMF.

œil que le régulateur soit associé, par exemple à titre d'observateur, à l'élaboration de ce guide. Son implication serait effectivement un gage supplémentaire d'équilibre et favoriserait ensuite la diffusion des bonnes pratiques sur le marché.

- Les parties prenantes à l'élaboration de ce guide pourraient se retrouver derrière un socle d'objectifs communs, tels : la fluidité des échanges ; une meilleure considération des initiatives de dialogue lancées en dehors des périodes d'assemblée générale par tout actionnaire, de nature à prévenir, détecter et éventuellement dénouer les différends ; la définition de l'objet du dialogue entre actionnaires et émetteurs ; l'amélioration de l'information du marché, notamment sur l'efficacité du dialogue engagé avant le lancement d'une campagne publique, etc.

► La Commission souligne les avancées en matière de dialogue actionnarial. Il serait utile, en complément des travaux de l'AMF, que les **modalités d'un tel dialogue soient davantage précisées** afin que les différentes parties prenantes soient en mesure de déterminer ce qui est bienvenu et ce qui est malvenu en matière de dialogue actionnarial.

► Un **guide du dialogue actionnarial** fixant les bonnes pratiques permettrait ainsi d'encadrer et de fluidifier les échanges entre les actionnaires et les émetteurs. La Commission réitère son souhait de voir les parties prenantes que sont les émetteurs, les investisseurs, les régulateurs et les autres acteurs de marché concourir à l'élaboration d'un tel guide et indique que certains de ses membres pourraient concourir à ce travail.

B. Instauration d'un dialogue systématique dans le cadre d'une campagne activiste

■ **Délai raisonnable avant la diffusion du « white paper »**

- La Commission souligne l'évolution de la doctrine de l'AMF sur le dialogue actionnarial. L'AMF recommande désormais « *que toute campagne publique soit précédée d'une tentative de dialogue de l'investisseur concerné avec l'émetteur* »¹⁸.
- Afin de progresser encore dans l'instauration d'un dialogue loyal entre les actionnaires activistes et les émetteurs, la Commission serait favorable à une nouvelle mise à jour de la position-recommandation n° 2016-08 de l'AMF. Celle-ci pourrait, comme c'est le cas dans le cadre

¹⁸ AMF, « Activisme actionnarial : l'AMF fait évoluer sa doctrine », préc. ; Position-recommandation AMF n° 2016-08, « Guide de l'information permanente et de la gestion de l'information privilégiée », mise à jour le 29 avril 2021, p. 32.

du dialogue entre les agences de conseil en vote et les émetteurs¹⁹, instaurer un délai entre le moment où la tentative de dialogue avec l'émetteur est engagée et celui où la campagne publique est lancée.

- Pour favoriser le dialogue, la Commission serait favorable à l'envoi du « *white paper* » à l'émetteur à titre confidentiel en amont de sa diffusion publique. L'émetteur pourrait alors signaler les erreurs matérielles, contester des interprétations ou émettre des observations²⁰ qui pourraient, le cas échéant, être intégrées directement ou annexées au « *white paper* ». La Commission considère que cette mesure favorisant le dialogue améliorerait ainsi la qualité de l'information délivrée au marché par un activiste via son « *white paper* ».

► La Commission juge utile que la position-recommandation AMF n° 2016-08 soit complétée par l'instauration d'un **délai raisonnable entre le moment où la tentative de dialogue avec l'émetteur est engagée et celui où la campagne publique est lancée**. Le délai raisonnable devrait laisser un temps suffisant pour installer un dialogue entre l'activiste et l'émetteur préalablement à toute campagne publique. La mise en place d'un tel délai permettrait aussi à l'émetteur de rectifier/préciser les éventuelles erreurs matérielles, nuancer les interprétations contestées et/ou répondre aux arguments soulevés par un activiste avant la diffusion publique du « *white paper* ».

■ Les communications au marché en *quiet period*

- L'AMF, qui précisait déjà que le silence observé par les émetteurs pendant une *quiet period* ne les empêchait pas de « *fournir au marché des informations sur tout fait relevant de l'obligation d'information permanente* »²¹, a ajouté qu'ils pouvaient également « *apporter, dans le respect du Règlement européen sur les abus de marché, toute information nécessaire au marché en réponse à des déclarations ou informations publiques (le) mettant en cause* ».
- La Commission accueille favorablement la clarification apportée par l'AMF sur ce sujet dans la mesure où cette clarification participe à l'application du principe du contradictoire en matière d'activisme²².

19 Recommandation AMF n° 2011-06, « Agences de conseil en vote », p. 3 : « *L'AMF recommande que l'agence de conseil transmette à la société concernée son projet de rapport pour commentaires éventuels et, lorsque qu'elle ne l'a pas transmis, de l'indiquer clairement dans le rapport d'analyse et d'en expliquer les raisons. L'AMF recommande en outre l'application des règles définies ci-après : - La société dispose d'un délai minimum de 24 heures pour faire part de ses remarques ou commentaires éventuels, dès lors que la société a communiqué à l'agence dans un délai de 35 jours avant la tenue de l'assemblée générale ses projets de résolution, les rapports du conseil afférents et tout autre document nécessaire* ».

20 Rappr. Recommandation AMF n° 2011-06, « Agences de conseil en vote », p. 3.

21 Position-recommandation AMF n° 2016-08, « Guide de l'information permanente et de la gestion de l'information privilégiée », préc. p. 26.

22 O. de Baillencourt, J. Granotier, « Communiqué AMF sur l'activisme actionnarial : de l'art (délicat) des recommandations », *Droit des sociétés* n° 5, mai 2021.

► La Commission souligne que les périodes de préparation des comptes restent particulièrement sensibles pour les émetteurs qui ne pourraient pas risquer de publier des informations inexactes ou imprécises. Par conséquent, la Commission invite l'AMF à **compléter sa position-recommandation n° 2016-08 afin de recommander aux investisseurs de ne pas communiquer pendant les « quiet periods »**²³. Néanmoins, la Commission ne souhaite pas empêcher les investisseurs de communiquer certaines informations importantes au marché si les circonstances l'exigent. C'est pourquoi la Commission invite également l'AMF à prévoir la possibilité pour les **investisseurs de s'exprimer à titre exceptionnel en « quiet period »**, tout en permettant aux émetteurs de répondre à ces éventuelles déclarations publiques.

C. Faciliter le dialogue via l'identification des actionnaires

- Le dialogue constant que les émetteurs ont intérêt à nouer avec leurs actionnaires nécessite de leur part une bonne connaissance de leur base actionnariale. Depuis la publication du Rapport et dans le prolongement de la loi PACTE²⁴, la loi dite « DDADUE 2 »²⁵ est venue compléter et rationaliser la procédure d'identification des propriétaires de titres au porteur. Les titres au porteur identifiable (TPI) permettent, notamment, à un émetteur de détecter les montées au capital d'un investisseur avant que celui-ci n'ait de déclaration à effectuer au titre des franchissements de seuils légaux ou statutaires.
- La Commission note qu'en dépit des progrès réalisés en matière d'identification des actionnaires, ces derniers n'ont eux-mêmes que peu de moyens permettant d'identifier les autres investisseurs. La « liste des actionnaires », dont tout actionnaire a le droit de « prendre connaissance ou copie »²⁶ reste très peu utilisée en pratique. La Commission jugerait ainsi utile d'engager une réflexion pour faciliter l'identification des actionnaires entre eux.
- Dans sa communication sur l'activisme actionnarial de 2020, l'AMF a relayé des propositions d'abaissement du seuil légal de déclaration de franchissement à 3% du capital ou des droits de vote, rappelant

23 Recommandation n° 3 du Rapport : « Afin d'assurer la loyauté des échanges entre émetteurs et activistes, ces derniers devraient s'abstenir de procéder à des communications ou publications au cours des « quiet periods » auxquelles sont soumis les émetteurs. Cumulativement, les conditions dans lesquelles les émetteurs peuvent réagir dans ces circonstances pourraient être clarifiées ».

24 Loi n° 2019-486 du 22 mai 2019 relative à la croissance et la transformation des entreprises.

25 Loi n° 2021-1308 du 8 octobre 2021 portant diverses dispositions d'adaptation au droit de l'Union européenne dans le domaine des transports, de l'environnement, de l'économie et des finances, complétée par le décret n° 2022-888 du 14 juin 2022 relatif à l'identification des actionnaires, la transmission d'informations et la facilitation de l'exercice des droits des actionnaires.

26 Art. R. 225-90 du Code de commerce.

que la France est le seul « grand » pays à s'être limité au seuil de 5% prévu par la directive européenne²⁷. Néanmoins, la question du régime applicable aux franchissements de seuils statutaires (mode de calcul des seuils, sanctions, publicité...) reste débattue en doctrine²⁸.

- La Commission estime que le niveau de participation de l'investisseur n'est généralement pas déterminant pour initier une campagne activiste²⁹, même si sa faiblesse peut restreindre les moyens d'action dont il dispose³⁰. En outre, l'identification des actionnaires est souvent assurée par le biais des déclarations de franchissement de seuils statutaires. Ainsi, l'abaissement généralisé des seuils légaux de déclaration de franchissement de seuil risquerait de décourager certains investisseurs, dans la mesure où cela ferait basculer prématurément le dialogue entre les émetteurs et les activistes dans la sphère publique et pourrait empêcher un dialogue serein³¹.
- De même, la proposition de l'AMF d'imposer aux émetteurs de rendre « publiques, sur leur site internet, les déclarations de franchissement de seuils statutaires qui leur sont adressées »³² risquerait de restreindre le dialogue. En effet, la confidentialité des échanges entre émetteurs et activistes en amont d'une campagne est l'occasion d'un dialogue plus serein et peut permettre dans certains cas d'éviter le lancement d'une campagne publique.
- La Commission serait favorable à initier une discussion concernant la sanction applicable en cas de manquement aux obligations de déclaration de franchissement de seuils statutaires. En effet, la Commission considère que la privation du droit de vote mentionnée à

27 AMF, « Communication de l'AMF sur l'activisme actionnarial », préc., p. 7. A. Pietrancosta, A. Marraud des Grottes, « Propositions sur l'activisme actionnarial relatives aux franchissements de seuils : une occasion de clarifier le dispositif », *BJS*, oct. 2020, n°10, p. 56 ; AMF, « Communication de l'AMF sur l'activisme actionnarial », préc., p. 8 et Response to US Critics of the French Securities Regulator Position on Activism, Harvard Law School Forum on Corporate Governance, June 26, 2020 ; O. de Baillencourt, J. Granotier, « Communiqué AMF sur l'activisme actionnarial : de l'art (délicat) des recommandations », préc.

28 A. Pietrancosta, A. Marraud des Grottes, « Propositions sur l'activisme actionnarial relatives aux franchissements de seuils : une occasion de clarifier le dispositif », préc.

29 Par exemple : la campagne de Bluebell « One Share ESG Campaign » dirigée à l'encontre de Solvay et centrée sur les problématiques ESG ou la campagne menée par Engine n°1 sur Exxon avec 0,02% du capital social.

30 Selon les articles L. 225-105 et R. 225-71 du Code de commerce, un ou plusieurs actionnaires peuvent requérir l'inscription à l'ordre du jour de points ou de projets de résolution, complétant l'ordre du jour ou modifiant les projets de résolution présentés par l'auteur de la convocation, s'ils représentent un certain pourcentage du capital. Les seuils sont dégressifs en fonction du montant du capital social. En outre, des actionnaires individuels justifiant d'une inscription nominative depuis au moins deux ans et détenant ensemble au moins 5 % des droits de vote peuvent se regrouper pour représenter leurs intérêts au sein de l'émetteur. Les seuils sont deux fois plus élevés que pour des actionnaires individuels.

31 B. Kanovitch, « Activisme actionnarial - A l'aube d'une ère nouvelle ? » Le Club des juristes, 29 avril 2020.

32 AMF, « Communication de l'AMF sur l'activisme actionnarial », préc., p. 9.

l'article L. 233-7 du Code de commerce ne constitue pas une sanction adaptée à la situation des actionnaires activistes, qui n'ont pas besoin de faire usage de leur droit de vote pour mener à bien leur campagne.

CHAPITRE II

AMÉLIORATION DE LA TRANSPARENCE DANS LE CADRE DES CAMPAGNES ACTIVISTES

A. Publicité du niveau de participation de l'investisseur

- Dans sa première recommandation³³, la Commission avait souligné que le rééquilibrage des rapports émetteurs-activistes devait passer par un renforcement du dispositif de transparence s'appliquant aux investisseurs prenant des positions publiquement, directement ou indirectement, en vue d'influencer la stratégie, la situation financière ou la gouvernance d'un émetteur. Elle avait ainsi précisé que l'activiste devrait alors déclarer notamment ses niveaux de participation, le type de titres détenus, son éventuelle couverture et mettre à jour cette information en fonction de l'évolution de la campagne.
- La Commission considère qu'il est toujours souhaitable que tout investisseur prenant des positions publiquement en vue d'influencer la stratégie, la situation financière ou la gouvernance d'un émetteur soit - au-delà des obligations déclaratives résultant d'un franchissement de seuil - obligé de déclarer ses niveaux de participation à l'émetteur et, plus généralement, au public.

► La Commission souhaiterait que l'AMF propose **une recommandation visant à ce que tout investisseur prenant des positions publiquement en vue d'influencer la stratégie, la situation financière ou la gouvernance d'un émetteur déclare ses niveaux de participation à l'émetteur et, plus généralement, au public** (au-delà des obligations déclaratives résultant d'un franchissement de seuil).

33 Recommandation n° 1 du Rapport : « La Commission considère que le rééquilibrage des rapports émetteurs-activistes devrait passer en priorité par un renforcement du dispositif de transparence s'appliquant aux investisseurs prenant des positions publiquement, directement ou indirectement, en vue d'influencer la stratégie, la situation financière ou la gouvernance d'un émetteur. Un activiste ayant pris position publiquement devrait déclarer notamment ses niveaux de participation, le type de titres détenus, et son éventuelle couverture. Cette information devrait être mise à jour en fonction de l'évolution de la campagne. En cas de rumeurs de préparation d'une campagne activiste, l'AMF pourrait demander à l'investisseur de confirmer ou d'infirmer l'information » ; AMF, « Communication de l'AMF sur l'activisme actionnarial », préc., p. 8.

B. Ventes à découvert et positions courtes

- En réponse à la recommandation de la Commission appelant, comme d'autres groupes de travail sur l'activisme, à compléter la réglementation européenne sur la transparence des positions courtes issue du règlement (UE) n° 236/2012 du 14 mars 2012 sur la vente à découvert³⁴, l'AMF a notamment précisé dans sa communication de 2020 que « *les données [...] montrent que les campagnes activistes fondées sur des ventes à découvert massives sont très rares* »³⁵.
- Cependant, dans l'objectif d'assurer une meilleure transparence sur l'exposition économique des investisseurs, l'AMF a proposé de compléter la déclaration des positions courtes nettes sur actions par une information sur les instruments de dette. L'investisseur devrait alors publier son « *legal identity identifier* » (LEI)³⁶ ou encore les obligations et CDS qu'il détient concomitamment.
- La Commission serait également favorable à ce que la déclaration des positions courtes nettes sur actions soit complétée par une déclaration d'intention en cas de franchissement de certains seuils et permette d'identifier les situations dans lesquelles plusieurs investisseurs remplissent ensemble les conditions de déclaration. Les investisseurs agissant de concert au sens des déclarations de franchissement de seuils pourraient alors être amenés à faire des déclarations communes.
- La Commission maintient qu'une modification du règlement (UE) n° 236/2012 du 14 mars 2012 afin de compléter le contenu de la déclaration des positions courtes nettes sur actions serait justifiée. La Commission note la déclaration de l'AMF s'estimant prête à soutenir les propositions allant dans ce sens au niveau européen³⁷.

34 Recommandation n° 4 du Rapport : « *La réglementation actuelle sur la transparence de la constitution des positions courtes pourrait être complétée par (i) l'indication de toutes les positions se rapprochant des positions courtes (puts, etc.) (ii) une déclaration d'intention en cas de franchissement de certains seuils, (iii) une publication agrégée dans certaines situations (notamment en cas d'action de concert au sens des déclarations de franchissement de seuils) et (iv) l'indication de l'identité des investisseurs lui ayant prêté les titres. La réglementation sur les franchissements de seuils pourrait le cas échéant être renforcée (délais, contenu)* ».

35 AMF, « Communication de l'AMF sur l'activisme actionnarial », préc., p. 9.

36 Le LEI est un dispositif d'identifiant unique des intervenants sur les marchés financiers.

37 AMF, « Communication de l'AMF sur l'activisme actionnarial », préc., p. 10.

► La Commission réitère sa recommandation de **modifier le règlement (UE) n° 236/2012 du 14 mars 2012 sur la vente à découvert** afin de compléter le contenu de la déclaration des positions courtes nettes sur actions par une information sur les instruments de dette. La Commission serait également favorable à un élargissement des conditions de déclaration aux investisseurs agissant de concert.

C. Informations publiques diffusées par les activistes (« White paper »)

■ Qualité de l'information fournie par l'investisseur

- Conformément à la recommandation formulée par la Commission³⁸, l'AMF a reconnu que les campagnes d'activistes soulèvent la question de l'applicabilité du régime des recommandations d'investissement aux informations publiques diffusées par les activistes. Dans sa communication d'avril 2020, l'AMF indique qu'elle effectuera « *une démarche auprès de l'ESMA et de la Commission européenne afin de solliciter des précisions interprétatives³⁹ concernant le champ d'application du règlement délégué n° 2016/958 applicable aux recommandations d'investissement, notamment dans son application potentielle aux actionnaires et comportements dits "activistes"* »⁴⁰.
- Selon la Commission, le dialogue privé entre l'émetteur et les investisseurs devrait être encouragé en priorité. Toutefois, la jurisprudence reconnaît aux actionnaires le droit de critiquer les dirigeants au titre de la liberté d'expression⁴¹. Lorsque l'activiste s'exprime publiquement, celui-ci devrait être tenu de veiller à la qualité des informations contenues dans son « *white paper* » et de traiter les éventuels conflits d'intérêts de manière adéquate, à l'instar de ce qui est prévu pour les recommandations d'investissement. En fonction de l'objet de la campagne, les informations fournies par les activistes

38 Recommandation n° 2 du Rapport : « *La Commission recommande que les informations publiques diffusées par les activistes, dans le cadre d'une campagne, soient soumises à des règles comparables à celles qui s'appliquent aux recommandations d'investissement, de façon à garantir l'objectivité des informations contenues dans les white papers publiés par les activistes, ainsi qu'un traitement adéquat des conflits d'intérêts. À cet égard, il serait souhaitable de préciser si la réglementation en vigueur (Règlement délégué n°2016/958 du 9 mars 2016) s'applique d'ores et déjà dans un tel cadre. À défaut, il conviendrait de recommander que les activistes appliquent des règles analogues dans le cadre de leur campagne. Il est en outre proposé que, durant une campagne publique, l'activiste (i) explique dans quelle mesure son approche intègre, pour la société, son intérêt social, en prenant en considération les enjeux sociaux et environnementaux de son activité et (ii) publie tous les documents qu'il adresse en privé à d'autres actionnaires. Il est enfin proposé de s'inspirer des règles relatives à la sollicitation active de mandats pour assurer une transparence quant aux motifs de leur vote.* »

39 Dans le cadre du « Q&A on the Market Abuse Regulation (MAR) » de l'ESMA.

40 AMF, « Communication de l'AMF sur l'activisme actionnarial », préc., p. 9.

41 CEDH, 30 juin 2020, Petro Carbo Chem, no 21768/12 ; BJS 2020, n° 11, p. 22, note A. Couret ; RTD com. 2020.867, obs. A. Lecourt ; Rev. soc. 2021.39, note G. Parleani : Les actionnaires peuvent tenir un discours « motivé par la volonté d'exercer un contrôle actif sur l'entreprise afin d'améliorer sa gouvernance et de favoriser la création de valeur à long terme ».

pourraient effectivement se rapprocher de la définition des informations recommandant ou suggérant une stratégie d'investissement du règlement MAR, à savoir les informations « *produites par un analyste indépendant, une entreprise d'investissement, un établissement de crédit, toute autre personne dont l'activité principale consiste à produire des recommandations d'investissement, ou une personne physique travaillant pour leur compte [...] qui, directement ou indirectement, formule une proposition d'investissement déterminée concernant un instrument financier ou un émetteur* »⁴². Le règlement précise que la qualification s'applique également aux informations produites « *par d'autres personnes que celles visées [...] qui proposent directement une décision d'investissement déterminée concernant un instrument financier* »⁴³.

- La Commission tient en effet à souligner le déséquilibre existant entre l'émetteur, soumis à l'exigence de produire une information précise, sincère et exacte en vertu de la réglementation sur les abus de marché⁴⁴ et l'activiste auteur d'une campagne de diffusion d'informations au marché qui n'est pas soumis à ce standard. D'autant que, comme le rappelait la Commission pour justifier la proposition de rapprocher les activistes des analystes financiers pour les besoins du règlement délégué n° 2016/958⁴⁵, les activistes peuvent faire montre d'une importante capacité de conviction à l'égard du marché.

La Commission considère qu'une voie équilibrée pourrait consister à appliquer aux activistes un standard similaire à celui imposé par le règlement délégué n° 2016/958 aux analystes financiers. En effet, la Commission considère que certains dispositifs prescrits par ce règlement seraient particulièrement adaptés à la situation des campagnes d'activistes :

- l'article 3 du règlement délégué pourrait être un point de départ pour l'élaboration d'un standard : « *les personnes qui produisent des recommandations veillent à ce que leurs recommandations respectent les exigences suivantes : a) les faits sont clairement distingués des interprétations, estimations, opinions et autres types d'informations non factuelles ; b) toutes les sources importantes quant au fond de la recommandation sont indiquées clairement et de façon bien*

42 Règlement (UE) n° 596/2014, du 16 avril 2014 sur les abus de marché, article 3, paragraphe 1, point 34. Pour une analyse critique, v. A. Pietrancosta, Propos sur la nécessaire clarification des infractions d'abus de marché au temps de l'activisme actionnarial, *Mélanges en l'honneur d'Alain Couret*, éd. Francis Lefebvre - Dalloz, 2020, p. 595.

43 Par ex., v. AMF, « Communiqué de presse », 17 déc. 2019. L'AMF déclare avoir adressé une lettre d'observation à un investisseur portant sur la diffusion de recommandations d'investissement.

44 Article 223-1 du règlement général de l'AMF.

45 Rapport, p. 30 était précisé : « *bien que l'activiste ne présente pas sa thèse d'investissement comme une véritable recommandation d'investissement, il cherche à convaincre les autres actionnaires de la pertinence de sa vision stratégique, financière et managériale de l'entreprise. Les activistes jouissent d'une crédibilité importante à l'égard du marché et la communication de leur thèse sous forme de white paper soulève des difficultés similaires aux recommandations des analystes* ».

- apparente; c) toutes les sources d'information sont fiables ou, lorsque ce n'est pas le cas, la recommandation le signale clairement [...] » ;*
- l'article 5 prévoit notamment que les auteurs de recommandations « *mentionnent dans leurs recommandations toutes les relations et circonstances dont on peut raisonnablement penser qu'elles sont de nature à porter atteinte à l'objectivité de la recommandation, y compris les intérêts ou les conflits d'intérêts* » et l'article 6 que tout auteur de recommandation doit divulguer sa position au marché, dès lors que celle-ci atteint *a minima* 0,5% du capital de la société objet de la recommandation.

► La Commission encourage l'ESMA à préciser dans quelle mesure **la réglementation relative aux recommandations d'investissement pourrait s'appliquer aux informations publiques diffusées par les activistes** en complétant, le cas échéant, son **Q&A sur le règlement européen Abus de marché**⁴⁶.

- Pour convaincre les actionnaires, l'investisseur initiant une campagne peut proposer une stratégie différente de celle décidée par le conseil d'administration. Dans ce cadre, où l'investisseur peut être amené à proposer de nouvelles manières de promouvoir l'intérêt social, et compte tenu du développement de l'engagement actionnarial et de la prise en compte des enjeux sociaux et environnementaux par les investisseurs⁴⁷, la Commission estime que tout investisseur initiant une campagne devrait expliquer dans quelle mesure son approche prend en considération les enjeux sociaux et environnementaux propres à l'activité de la société⁴⁸.
- A ce titre, la directive (UE) 2017/828 du 17 mai 2017 (dite « SRD II »)⁴⁹ modifiant la directive 2007/36/CE du 11 juillet 2007 (dite « SRD I ») en

46 ESMA, Q&A on the Market Abuse Regulation (MAR), ESMA70-145-111, version 17, Last updated on 25 november 2022.

47 Le nouvel article D. 533-16-1 du CMF introduit par le décret du 27 mai 2021 pris en application de la loi Energie-Climat impose notamment aux sociétés de gestion de publier le « *Bilan de la politique de vote, en particulier relatif aux dépôts et votes en assemblée générale de résolutions sur les enjeux environnementaux, sociaux et de qualité de gouvernance* ».

48 Recommandation n° 2 du Rapport. *Contra*, D. Schmidt, « Quatre questions sur l'activisme actionnarial en droit français / Four questions on shareholder activism in French law », Dossier : Shareholder Activism between Values and Interests / Valeurs et intérêts de l'activisme actionnarial, *Revue internationale des services financiers* 2021/4, avril 2022, p. 61.

49 Transposée par la loi « PACTE » et le décret n° 2019-1235 du 27 novembre 2019. L'article L. 533-22 du code monétaire et financier (modifié par la loi PACTE) impose ainsi à certaines sociétés de gestion de portefeuille d'élaborer et publier une politique d'engagement actionnarial décrivant la manière dont elles intègrent leur rôle d'actionnaire dans leur stratégie d'investissement. Cette politique décrit la manière dont sont notamment assurés : le suivi de la stratégie, des performances financières et non financières, des risques, de la structure du capital, de l'impact social et environnemental et du gouvernement d'entreprise ; le dialogue avec les sociétés détenues ; l'exercice des droits de vote et des autres droits attachés aux actions ; la coopération avec les autres actionnaires etc. (CMF, art. R 533-16, I).

vue de promouvoir l'engagement à long terme des actionnaires prévoit notamment que « *Les investisseurs institutionnels et les gestionnaires d'actifs élaborent et rendent publique une politique d'engagement décrivant la manière dont ils intègrent l'engagement des actionnaires dans leur stratégie d'investissement. Cette politique décrit la manière dont ils assurent le suivi des sociétés détenues sur des questions pertinentes, y compris la stratégie, les performances financières et non financières ainsi que le risque, la structure du capital, l'impact social et environnemental et la gouvernance d'entreprise, dialoguent avec les sociétés détenues, exercent les droits de vote et d'autres droits attachés aux actions, coopèrent avec les autres actionnaires, communiquent avec les acteurs pertinents des sociétés détenues et gèrent les conflits d'intérêts réels ou potentiels par rapport à leur engagement* ».

► La Commission considère qu'il serait opportun de recommander à tout investisseur qui initie une campagne d'expliquer dans quelle mesure son approche prend notamment en considération les enjeux sociaux et environnementaux propres à l'activité de la société, à l'instar des règles applicables aux investisseurs institutionnels et aux gestionnaires d'actifs.

► La Commission invite également l'AMF à envisager l'opportunité de **compléter la recommandation AMF 2012-05** pour que l'exposé des motifs établi par l'actionnaire initiant une demande d'inscription d'un projet de résolution à l'assemblée générale précise dans quelle mesure le projet de résolution prend en considération les enjeux sociaux et environnementaux propres à l'activité de la société⁵⁰.

■ Partage de l'information avec l'émetteur

- L'AMF a décidé d'intégrer une section spécifique au caractère loyal et équitable des échanges dans le cadre des campagnes activistes dans son guide de l'information permanente et de la gestion de l'information privilégiée : « *L'AMF recommande à tout investisseur qui initie une campagne publique à l'égard d'un émetteur d'adresser sans délai à cet émetteur les projets et propositions, ainsi que l'argumentation correspondante (contenus, le cas échéant, dans un document de type «white paper») que cet investisseur présente, le cas échéant, à des actionnaires dans ce cadre. En outre, lorsqu'un investisseur initie une campagne publique à l'égard d'un émetteur, une bonne pratique consiste pour l'investisseur concerné à rendre publics ces projets et propositions, afin d'assurer une bonne information du marché et une égalité des actionnaires* »⁵¹.

50 Recommandation DOC-2012-05, « Les assemblées générales d'actionnaires des sociétés cotées », mise à jour le 29 avril 2021.

51 Position-recommandation AMF n° 2016-08, « Guide de l'information permanente et de la gestion de l'information privilégiée », préc., p. 31/32.

■ Pouvoir d'injonction « symétrique » de l'AMF

- L'AMF a historiquement très peu utilisé son pouvoir d'injonction administrative⁵². Pour protéger de façon effective l'information fournie au marché dans un cadre juridique plus protecteur que celui des communiqués de presse⁵³, il serait utile de revoir le dispositif encadrant ce pouvoir de contrainte susceptible de recours. En effet, dans le contexte d'une campagne publique il paraît insuffisant de faire reposer l'efficacité des règles de protection du marché sur le seul risque de sanction ex post⁵⁴.
- En principe, l'AMF « veille à la protection de l'épargne investie dans les instruments financiers » et « veille également à l'information des investisseurs et au bon fonctionnement des marchés d'instruments financiers » (art. L. 621-1 CMF). Le collège de l'AMF peut notamment, en vertu de l'article L. 621-14 II, « ordonner » d'une part qu'il soit « mis fin aux manquements » aux textes « visant à protéger les investisseurs contre les opérations d'initiés », et d'autre part qu'il soit mis fin à « tout autre manquement de nature à porter atteinte à la protection des investisseurs, au bon fonctionnement des marchés ». Concernant les informations publiées par les émetteurs, l'AMF peut, en vertu de l'article L. 621-18 du CMF, « exiger des émetteurs, des personnes qui les contrôlent ou sont contrôlées par eux [...] qu'ils fournissent tous documents et informations utiles » et « ordonner à ces émetteurs de procéder à des publications rectificatives ou complémentaires dans le cas où des inexactitudes ou des omissions auraient été relevées dans les documents publiés ».
- D'une manière générale, le pouvoir d'injonction de l'AMF gagnerait à être mieux défini et étendu :
 - Par exemple, la première recommandation du Rapport, visant à ce que tout investisseur « prenant des positions publiquement en vue d'influencer la stratégie, la situation financière ou la gouvernance soit [...] obligé de déclarer ses niveaux de participation à l'émetteur et au public », n'a d'intérêt que si elle est accompagnée d'une clarification quant à l'existence d'un pouvoir d'injonction de l'AMF en cette matière, seul moyen de corriger les manquements en temps utile.
 - L'AMF a également elle-même observé que l'article L. 621-18 pouvait être « utilement élargi » pour lui permettre « d'ordonner à tout investisseur ayant une exposition économique sur les titres d'un émetteur coté de

52 Dans le cadre d'une récente campagne ESG, l'AMF s'est par ailleurs déclarée incompétente pour enjoindre à un émetteur d'inscrire, à la demande d'actionnaires, un projet de résolution à l'ordre du jour de son assemblée générale.

53 Par exemple, AMF, « L'AMF rappelle le droit fondamental des actionnaires d'exprimer leur vote en assemblée générale », 3 mai 2020.

54 Il n'existe d'ailleurs pas de jurisprudence condamnant un investisseur pour diffusion d'information fautive ou trompeuse.

procéder à des publications rectificatives ou complémentaires dans le cas où des inexactitudes ou des omissions auraient été relevées dans ses déclarations publiques »⁵⁵. La Commission ne peut qu'appuyer cette demande de l'AMF, qui est conforme à la recommandation n° 9 du Rapport⁵⁶. Cette réforme serait une avancée significative dans la lutte contre les informations pouvant avoir un effet spéculatif néfaste sur le cours de bourse. La Commission réitère également sa position⁵⁷ sur l'utilité d'un renforcement du pouvoir d'injonction de l'AMF en cas de manipulations de cours par un actionnaire activiste. En particulier dans l'hypothèse de comportements « susceptibles de fixer à un niveau anormal ou artificiel le cours d'un [...] instrument financier »⁵⁸.

- De même, l'AMF a indiqué être prête « en cas d'urgence », à donner son avis sur l'applicabilité du règlement délégué n° 2016/9⁵⁸ applicable aux recommandations d'investissement à des déclarations publiques et enjoindre à l'investisseur concerné de respecter ladite réglementation⁵⁹.

- Concernant l'étendue du pouvoir d'injonction, la Commission soutient la proposition de l'AMF dans sa communication d'avril 2020 sur l'activisme actionnarial, de « doter le régulateur d'un pouvoir d'astreinte en matière d'injonction administrative, lequel n'est actuellement possible qu'en cas d'injonction judiciaire demandée par l'AMF »⁶⁰.

En tout état de cause, la Commission considère que le recours à une injonction judiciaire, utilisé encore récemment par l'AMF⁶¹, permet à tout le moins une intervention rapide et efficace et considère qu'elle est une bonne manière de renforcer la protection de l'information fournie au marché dans l'attente d'une intervention du législateur.

55 AMF, « Communication de l'AMF sur l'activisme actionnarial », préc., p. 11.

56 Recommandation n° 9 du Rapport : « La Commission recommande qu'une réflexion soit menée sur le renforcement des moyens et du rôle de l'AMF. Afin de garantir un cadre loyal à la campagne activiste, les pouvoirs de l'AMF prévus à l'article L. 621-18 du Code monétaire et financier pourraient être élargis afin de permettre d'exiger que les investisseurs, et pas seulement les émetteurs, corrigent ou complètent leurs déclarations publiques ».

57 Rapport de la Commission, p. 34.

58 Règlement (UE) n° 596/2014 du Parlement européen et du Conseil du 16 avril 2014 sur les abus de marché, préc., art. 12.

59 AMF, « Communication de l'AMF sur l'activisme actionnarial », préc., p. 11.

60 AMF, « Communication de l'AMF sur l'activisme actionnarial », préc., p. 11.

61 Pour une illustration récente : un communiqué de presse de l'AMF en date du 21 juin 2022 précise que le 30 mai 2022, à la demande du président de l'AMF, la vice-présidente du tribunal judiciaire de Paris a enjoint à la société Dynamic Treasure Group Limited, sur le fondement de l'article L. 621-14 III du code monétaire et financier, de procéder aux déclarations de franchissement de seuil et d'intention, en application de l'article L. 233-7 du code de commerce et des articles 223-14 et 223-17 du règlement général de l'AMF, dans un délai de sept jours à compter de la signification de son ordonnance.

- ▶ La Commission considère qu'un **renforcement des pouvoirs d'injonction de l'AMF est indispensable**. Il serait même envisageable, conformément aux recommandations de la Commission, d'**élargir ce pouvoir d'injonction afin qu'il ne soit pas circonscrit à la rectification d'informations fausses ou trompeuses**. Notamment, il serait souhaitable que l'AMF soit en mesure d'intervenir en cas de manipulation de cours ou d'ordonner à un actionnaire menant une campagne d'activisme de déclarer ses niveaux de participation à l'émetteur et au public.
- ▶ La Commission soutient également la proposition de l'AMF de doter le régulateur d'un **pouvoir d'astreinte en matière d'injonction administrative**.
- ▶ La Commission souligne toutefois que l'élargissement des pouvoirs de l'AMF nécessiterait une **intervention législative** et propose une **modification des articles L. 621-14 et L. 621-18 du CMF**.

CHAPITRE III

INTERVENTION DE L'ACTIVISTE DANS LE CADRE D'UNE ASSEMBLÉE GÉNÉRALE

A. *Action de concert*

- Il est courant que plusieurs fonds s'agrègent autour d'un objectif commun, à l'instar des stratégies dites de *wolf pack*⁶², très courantes aux Etats-Unis.
- La Commission avait recommandé que soient précisés les comportements susceptibles de permettre la caractérisation d'une action de concert dans le cadre d'une campagne activiste⁶³. En réponse, l'AMF a indiqué qu'« *elle initiera une démarche auprès de l'ESMA afin de demander que soient définis, sur le modèle de la liste blanche publiée en matière d'action de concert, les comportements activistes qui ne sont pas en eux-mêmes susceptibles d'être présumés comme caractérisant une action de concert* »⁶⁴.

62 Expression utilisée par Thomas W. Briggs, *Corporate Governance and the New Hedge Fund Activism: An empirical analysis*, J. Corp. L., Summer 2007, p. 1589.

63 Recommandation n° 10 du Rapport : « *La Commission recommande que soient précisés les comportements susceptibles de permettre la caractérisation d'une action de concert dans le cadre d'une campagne activiste, à l'instar de la liste blanche élaborée par l'ESMA pour la directive OPA (ESMA, 12 novembre 2013, Information on shareholder cooperation and acting in concert under the Takeover Bids Directive, ESMA/2013/1642)* ».

64 AMF, « Communication de l'AMF sur l'activisme actionnarial », préc., p. 12.

► En raison de l'incertitude de qualification que présentent, au regard de la notion d'action de concert, les relations coordonnées que les actionnaires activistes nouent, soit entre eux, soit avec certains investisseurs⁶⁵ la Commission réaffirme l'**opportunité que l'ESMA se saisisse de ce sujet**⁶⁶.

B. Sollicitation active de mandats

■ S'agissant de la sollicitation active de mandats⁶⁷ (pratique très développée aux Etats-Unis mais quasi inexistante en France) le régime applicable – qui impose au solliciteur actif des exigences d'information à l'attention des actionnaires sollicités et du marché – pourrait être étendu à tout actionnaire ayant déposé des projets de résolutions ou s'étant publiquement opposé à l'adoption d'une résolution par l'assemblée générale proposée par le Conseil et ayant fait campagne auprès des actionnaires (incitation au vote). Le régime actuel ne concerne que la sollicitation de procurations. Le fait d'appeler à voter dans un sens ou dans un autre sans obtenir formellement le mandat n'entre pas dans le champ du régime de sollicitation active de mandats. Les obligations de transparence en découlant sont ainsi facilement contournées.

65 D. Schmidt, « Quatre questions sur l'activisme actionnarial en droit français / Four questions on shareholder activism in French law », préc.

66 Voir également en ce sens : IFA, « L'administrateur face à une campagne activiste », p. 11.

67 La sollicitation active de mandats a été autorisée par l'ordonnance n° 2010-1511 du 9 décembre 2010 et son décret d'application du 23 décembre 2010 qui a transposé en droit français les dispositions de la directive européenne 2007/36/CE du 11 juillet 2007 concernant l'exercice de certains droits des actionnaires de sociétés cotées.

La sollicitation active de mandats est définie par l'article L. 22-10-41 du code de commerce comme le fait de « proposer directement ou indirectement à un ou plusieurs actionnaires, sous quelque forme et par quelque moyen que ce soit, de recevoir procuration pour les représenter à l'assemblée » ; Recommandation n°2 du Rapport.

► La Commission souligne qu'une **extension du régime applicable à la sollicitation active de mandats** impliquerait une intervention législative. La réforme de l'article L. 22-10-41 du Code de commerce devrait s'étendre aux démarches d'incitation au vote par des actionnaires ayant déposé des projets de résolutions ou s'étant publiquement opposés à l'adoption par l'assemblée d'une résolution proposée par le Conseil.

► A défaut, compte tenu des effets comparables des techniques de l'appel à l'exercice du droit de vote et de la sollicitation active de mandats, la Commission considère qu'une voie équilibrée pourrait passer par une recommandation de l'AMF à destination des actionnaires appelant d'autres actionnaires à exercer leur droit de vote, les invitant à rendre publiques leur politique de vote et leurs intentions de vote, selon des modalités similaires à celles applicables en cas de sollicitation active de mandats.

C. *Empty Voting*⁶⁸

- L'AMF a rappelé que la bonne pratique que constitue pour les gérants de fonds, le rapatriement des titres prêtés et l'exercice effectif de leur droit de vote, figurait au 3^{ème} point de la recommandation n° 12 du rapport Mansion de 200569. Par conséquent, l'AMF n'a pas estimé nécessaire de faire évoluer sa doctrine sur le sujet de l'empty voting, d'autant plus qu'une « *telle pratique par les actionnaires activistes en vue de déstabiliser les assemblées générales d'émetteurs français est marginale* »⁷⁰.

68 Recommandation n° 5 du Rapport : « *Il pourrait être à nouveau envisagé de priver l'emprunteur du droit de vote attaché aux actions prêtées afin de lutter efficacement contre le phénomène de l'empty voting. Afin d'éviter le recours à la loi, la pratique de certains institutionnels consistant à prévoir cette interdiction directement dans les contrats de prêt pourrait être encouragée* ».

Par ailleurs, il convient de noter que la directive (UE) 2017/828 du 17 mai 2017 (dite « SRD II ») modifiant la directive 2007/36/CE du 11 juillet 2007 (dite « SRD I ») en vue de promouvoir l'engagement à long terme des actionnaires, préc., prévoit dans son considérant 21 et à son article 3 des règles de transparence des gestionnaires d'actifs, transposées au sein du CMF par la loi « PACTE » et le décret n° 2019-1235 du 27 novembre 2019. L'article L. 533-22 du CMF (modifié par la loi PACTE) impose ainsi à certaines sociétés de gestion de portefeuille d'élaborer et publier une politique d'engagement actionnarial décrivant la manière dont elles intègrent leur rôle d'actionnaire dans leur stratégie d'investissement. La communication mentionnée au II de l'article L. 533-22 comprend les informations suivantes : « les pratiques habituelles de la société de gestion de portefeuille en matière de prêts de titres et, le cas échéant, la manière dont celles-ci sont appliquées dans le cadre de la politique d'engagement actionnarial, en particulier lors des assemblées générales des sociétés détenues dans le cadre du contrat » (CMF, art. R 533-16-0, 4°).

69 Groupe de travail présidé par Yves Mansion, « Pour l'amélioration de l'exercice des droits de vote des actionnaires en France », 15 septembre 2005.

70 AMF, « Activisme actionnarial : l'AMF fait évoluer sa doctrine », préc.

COMPOSITION DE LA COMMISSION

■ PRÉSIDENT :

Michel PRADA, ancien Président de l'Autorité des Marchés Financiers (AMF)

■ RAPPORTEUR :

Benjamin KANOVITCH, avocat, Bredin Prat

■ MEMBRES :

Olivier DIAZ, avocat, Gide Loyrette Nouel

Bertrand FAGES, Professeur à l'École de droit de la Sorbonne, Université Paris 1 Panthéon-Sorbonne

Nicolas HUET, secrétaire général et membre du directoire, Eurazeo

Jean-Pierre MARTEL, avocat, Orrick Rambaud Martel

Hervé PHILIPPE, membre du directoire et directeur financier, Vivendi

Alain PIETRANCOSTA, Professeur à l'École de droit de la Sorbonne, Université Paris 1 Panthéon-Sorbonne

Jean-Florent RÉROLLE, président, VienGi

Emmanuelle SALLES, directrice juridique, Enedis

Bénédicte THIBORD, managing director, Exane BNP Paribas

Agnès TOURAINE, administratrice

■ OBSERVATEURS :

Charlotte AST, Direction générale du Trésor

Olivier BOULON, AMF

Olivier DOUVRELEUR, Avocat général à la chambre commerciale, financière et économique de la Cour de cassation

Romain DUMONT, Maître de conférences à l'Université Paris 1 Panthéon-Sorbonne, ancien secrétaire de la Commission

Mehdi EZAIM, Direction générale du Trésor

■ SECRÉTAIRE :

Théo VUARNET doctorant contractuel à l'Université Paris 1 Panthéon-Sorbonne

Avec la participation de Myriam EPELBAUM, Thomas SHARPS et Bénédicte ERBIN, avocats au sein du cabinet Bredin Prat.

AUDITIONS

- ▶ Michael HERSKOVICH, Président du comité Gouvernement d'entreprise de l'Association Française de la Gestion financière (AFG)
- ▶ Olivier PSAUME, Président du Cliff
- ▶ Sophie PALLIEZ-CAPIAN, Vice-Présidente du Cliff
- ▶ Martine LEONARD, Présidente de la Société Française des Analystes Financiers (SFAF)
- ▶ Hubert MATHET, Vice-Président de la Société Française des Analystes Financiers (SFAF)

PARTIE II



**MISE EN ŒUVRE PAR L'AMF
DES RECOMMANDATIONS FORMULÉES PAR
LE CLUB DES JURISTES DANS SON RAPPORT
PUBLIÉ LE 7 NOVEMBRE 2019**

RECOMMANDATION #1 DE LA COMMISSION

7 novembre 2019

► La Commission considère que le rééquilibrage des rapports émetteurs-activistes devrait passer en priorité par un **renforcement du dispositif de transparence** s'appliquant aux investisseurs prenant des positions publiquement, directement ou indirectement, en vue d'influencer la stratégie, la situation financière ou la gouvernance d'un émetteur. Un activiste ayant pris position publiquement devrait déclarer notamment ses niveaux de participation, le type de titres détenus, et son éventuelle couverture. Cette information devrait être mise à jour en fonction de l'évolution de la campagne. En cas de rumeurs de préparation d'une campagne activiste, l'AMF pourrait demander à l'investisseur de confirmer ou d'infirmer l'information.

COMMUNICATION DE L'AMF

28 avril 2020

► S'agissant de l'instauration d'un seuil légal de déclaration de franchissement à 3%, l'AMF avait indiqué que :

« Certains ont proposé l'ajout d'un seuil légal de déclaration de franchissement à 3% du capital ou des droits de vote. En fait, la France est le seul « grand » pays à s'être limité au seuil de 5 % prévu par la directive européenne. [...]

Les contraintes inhérentes à un tel abaissement du seuil légal pourraient être significativement réduites si celui-ci ne s'appliquait pas à toutes les valeurs (par exemple, en exemptant les valeurs inscrites sur un marché de croissance des PME), à tous les détenteurs (par exemple, en exemptant les OPCVM) ou ne visait que les droits de vote.

L'abaissement des seuils n'est pas directement lié à une volonté d'encadrer l'activisme, dans la mesure où les activistes communiquent volontiers sur leur entrée au capital d'un émetteur, quel que soit leur niveau de détention, puisqu'ils cherchent généralement à peser publiquement sur l'émetteur ou à entraîner avec eux les autres actionnaires. Il participe cependant à une meilleure connaissance de l'actionnariat et de ce fait à la transparence du marché »⁷¹.

► S'agissant du régime des franchissements de seuils statutaires, l'AMF avait indiqué que :

« Les débats sur la transparence portent également sur le régime des franchissements de seuils statutaires. A cet égard, l'AMF considère que la liberté contractuelle devrait rester l'essence de ce régime, les émetteurs devant pouvoir choisir d'introduire de tels seuils et de déterminer leur niveau.

71 AMF, « Communication de l'AMF sur l'activisme actionnarial », préc., p. 7.

Pour autant, il apparaît opportun de prévoir un mode de calcul uniforme en matière de franchissements de seuils statutaires, prenant en compte les cas d'assimilation prévus à l'article L. 233-9 du Code de commerce. En outre, les sanctions civiles applicables en cas de franchissements de seuils statutaires non déclarés, lesquelles font l'objet de débats doctrinaux, nécessitent une clarification.

Enfin, dans l'intérêt de la transparence et de la bonne information du marché, il apparaît opportun de prévoir, à tout le moins pour les émetteurs dont les actions sont admises aux négociations sur un marché réglementé, que ceux-ci rendent publiques, sur leur site internet, les déclarations de franchissement de seuils statutaires qui leur sont adressées. La charge pèserait principalement sur les investisseurs qui auraient une obligation légale de déclarer à l'émetteur tout franchissement de seuils statutaires, à charge pour l'émetteur concerné de rendre publique, sur son site internet, toute déclaration reçue de ces derniers. A ce titre, une sanction administrative pourrait être prévue en cas de non-respect, par l'investisseur ou l'émetteur, de ses obligations »⁷².

► **S'agissant des initiatives de place ou solution technologique permettant aux émetteurs de mieux appréhender leur actionariat, l'AMF avait indiqué qu' :**

« Il serait utile, comme l'a préconisé un rapport, d' « encourager l'innovation privée - initiatives de place, développement de solutions technologiques, etc. - destinée à permettre in fine à toute société cotée de connaître simplement, rapidement et à faible coût la composition de son actionariat »⁷³, en complément des dispositions légales et réglementaires récentes qui sont de nature à renforcer l'efficacité de la procédure des titres au porteur identifiables »⁷⁴.

COMMUNICATION DE L'AMF

17 mars 2021

- Pas de développement sur ces sujets dans cette communication de l'AMF.

72 AMF, « Communication de l'AMF sur l'activisme actionnarial », préc., p. 9.

73 Recommandation n° 4 du Rapport Woerth.

74 Article 198 de la loi n° 2019-486 du 22 mai 2019 relative à la croissance et la transformation des entreprises (dite « loi PACTE ») et article 3 du décret n° 2019-1235 du 27 novembre 2019.

- ▶ La Commission recommande que **les informations publiques diffusées par les activistes, dans le cadre d'une campagne, soient soumises à des règles comparables à celles qui s'appliquent aux recommandations d'investissement**, de façon à garantir l'objectivité des informations contenues dans les white papers publiés par les activistes, ainsi qu'un traitement adéquat des conflits d'intérêts. À cet égard, il serait souhaitable de préciser si la réglementation en vigueur (Règlement délégué n° 2016/958 du 9 mars 2016) s'applique d'ores et déjà dans un tel cadre. À défaut, il conviendrait de recommander que les activistes appliquent des règles analogues dans le cadre de leur campagne.
- ▶ Il est en outre proposé que, durant une campagne publique, l'activiste (i) explique dans quelle mesure son approche intègre, pour la société, son intérêt social, en prenant en considération les enjeux sociaux et environnementaux de son activité et (ii) publie tous les documents qu'il adresse en privé à d'autres actionnaires.
- ▶ Il est enfin proposé de s'inspirer des règles relatives à **la sollicitation active de mandats** pour assurer une transparence quant aux motifs de leur vote.

▶ **L'AMF avait indiqué que :**

« Compte tenu des difficultés pouvant résulter de l'appréciation du champ d'application du règlement délégué n° 2016/958, l'AMF effectuera une démarche auprès de l'ESMA et de la Commission européenne afin de solliciter des précisions interprétatives⁷⁵ concernant le champ d'application de ce règlement, notamment dans son application potentielle aux actionnaires et comportements dits "activistes" ».

L'AMF sollicitera également l'ESMA et la Commission européenne en leur demandant des précisions quant à l'étendue des informations sur les conflits d'intérêts devant être fournies par l'auteur d'une recommandation d'investissement. L'AMF a, en effet, pu constater, en pratique, que ces informations sont souvent génériques et/ou lacunaires, alors même qu'elles ont pour objet d'informer utilement le marché, notamment quant aux positions détenues par ces auteurs »⁷⁶.

75 Dans le cadre du « Q&A on the Market Abuse Regulation (MAR) » de l'ESMA.

76 AMF, « Communication de l'AMF sur l'activisme actionnarial », préc., p. 9.

► **L'AMF a également indiqué que :**

« Dans le cas où l'information des investisseurs et le bon fonctionnement des marchés impliqueraient une intervention rapide du régulateur, l'AMF pourra se prononcer, à bref délai, en cas de contestation sur l'applicabilité, à une déclaration publique, de la réglementation relative aux recommandations d'investissement. Dans une telle situation, l'AMF, saisie par une personne ayant un intérêt légitime, pourra ainsi donner, en urgence, son avis sur l'applicabilité du règlement délégué n° 2016/958 à des déclarations publiques et le cas échéant, enjoindre à l'investisseur concerné de respecter ladite réglementation »⁷⁷.

COMMUNICATION DE L'AMF

17 mars 2021

- Pas de développement sur ces sujets dans cette communication de l'AMF.

⁷⁷ AMF, « Communication de l'AMF sur l'activisme actionnarial », préc., p. 11.

RECOMMANDATION #3 DE LA COMMISSION

7 novembre 2019

► Afin d'assurer la loyauté des échanges entre émetteurs et activistes, ces derniers devraient s'abstenir de procéder à des **communications ou publications au cours des « quiet periods »** auxquelles sont soumis les émetteurs. Cumulativement, les conditions dans lesquelles les émetteurs peuvent réagir dans ces circonstances pourraient être clarifiées.

COMMUNICATION DE L'AMF

28 avril 2020

► L'AMF indiquait qu'elle :

« *Amendera sa doctrine afin de préciser que, sous réserve notamment de la réglementation relative aux abus de marché, les émetteurs peuvent apporter toute information nécessaire au marché, même en cours de « quiet period », en réponse à des déclarations publiques les concernant* »⁷⁸.

COMMUNICATION DE L'AMF

17 mars 2021

► Communication des émetteurs en cours de « quiet period » en réponse à des actionnaires activistes.
Amendement du paragraphe 1.6.1 du guide de l'information permanente et de la gestion de l'information privilégiée.

1.6.1. L'instauration d'une période d'« embargo » avant la publication des résultats annuels, semestriels ou trimestriels

Recommandation :

« *Afin de ne pas courir le risque de communiquer des informations financières parcellaires qui peuvent conduire leurs destinataires à anticiper les résultats de l'émetteur avant leur publication, l'AMF recommande aux émetteurs de faire précéder l'annonce de leurs résultats annuels, semestriels ou trimestriels d'une période pendant laquelle ils se refusent à donner aux analystes financiers et aux investisseurs des informations nouvelles sur la marche de leurs affaires et leurs résultats. Afin d'assurer une efficacité maximale à cette période d'« embargo », l'émetteur devrait sensibiliser ses principaux responsables, y compris opérationnels, susceptibles d'être interrogés.*

78 AMF, « Communication de l'AMF sur l'activisme actionnarial », préc., p. 9.

La durée de cette période doit être adaptée aux spécificités de chaque émetteur, en tenant compte notamment de la plus ou moins grande rapidité de publication des résultats. Les émetteurs sont encouragés à fixer et faire connaître au marché une période maximale qui tient compte du processus de centralisation et de compilation de l'information comptable, afin de ne pas interrompre exagérément le nécessaire dialogue avec le marché. A titre indicatif, une période « d'embargo » de quinze jours avant la publication des résultats paraît satisfaisante.

*Cette période d'« embargo » sur les résultats ne dispense toutefois pas l'émetteur de fournir au marché des informations sur tout fait relevant de l'obligation d'information permanente, **ni ne l'empêche d'apporter, dans le respect du règlement européen sur les abus de marché, toute information nécessaire au marché en réponse à des déclarations ou informations publiques le mettant en cause**.*

► La réglementation actuelle sur la **transparence de la constitution des positions courtes** pourrait être complétée par (i) l'indication de toutes les positions se rapprochant des positions courtes (*puts*, etc.) (ii) une déclaration d'intention en cas de franchissement de certains seuils, (iii) une publication agrégée dans certaines situations (notamment en cas d'action de concert au sens des déclarations de franchissement de seuils) et (iv) l'indication de l'identité des investisseurs lui ayant prêté les titres. La réglementation sur les franchissements de seuils pourrait le cas échéant être renforcée (délais, contenu).

► S'agissant des ventes à découvert et des positions courtes, l'AMF indiquait que :

« Plusieurs propositions des rapports précités consacrés à l'activisme actionnarial portent sur les ventes à découvert. Si elle peut donner lieu à des excès, il importe de noter que l'activité de vente à découvert est généralement bénéfique pour le marché, en termes notamment de formation des prix et de liquidité.

A ce sujet, l'AMF rappelle que le règlement (UE) n° 236/2012 a largement uniformisé, au niveau européen, les règles et pratiques en matière de ventes à découvert⁷⁹. En outre, les données à la disposition de l'AMF montrent que les campagnes activistes fondées sur des ventes à découvert massives sont très rares.

Enfin, le cadre existant permet déjà au régulateur de réagir en cas de circonstances exceptionnelles et de fonctionnement anormal du marché⁸⁰.

Il s'ensuit qu'il ne paraît pas opportun, en l'état, de préconiser une modification en profondeur de la réglementation applicable en ce domaine. Toutefois, afin d'assurer une meilleure transparence sur l'exposition économique des investisseurs, l'AMF considère qu'il serait souhaitable de compléter la déclaration des positions courtes nettes sur actions, lorsque celle-ci est exigée⁸¹, par une information sur les instruments de dette, et

79 Règlement (UE) n° 236/2012 du Parlement européen et du Conseil du 14 mars 2012 sur la vente à découvert et certains aspects des contrats d'échange sur risque de crédit.

80 Le Règlement (UE) n° 236/2012 préc. prévoit notamment trois cas d'intervention des autorités compétentes.

81 Le Règlement (UE) n° 236/2012 prévoit un régime de déclaration des positions courtes nettes sur actions, avec (i) une déclaration à l'autorité compétente dès qu'on franchit le seuil de 0,2 % du capital émis de l'entreprise et par palier de 0,1 % au-delà et (ii) une publication dès qu'on franchit le seuil de 0,5 % émis puis par palier de 0,1 %.

plus particulièrement les obligations et CDS⁸² détenus concomitamment par l'investisseur.
En outre, il conviendrait que ces déclarations comportent également le "LEI"⁸³ du déclarant, afin d'assurer une identification plus précise des auteurs de déclarations. L'AMF soutiendra, en conséquence, de telles propositions au niveau européen. »⁸⁴

► **Par ailleurs, l'AMF avait également indiqué que :**

« Il pourrait être envisagé d'enrichir le contenu des déclarations de franchissement de seuil, en y intégrant une information complémentaire à la charge des déclarants concernant leur détention d'instruments financiers à composante optionnelle à des fins de couverture (par exemple, options de vente ("put") ou options d'achat ("call")) »⁸⁵.

COMMUNICATION DE L'AMF

17 mars 2021

► Pas de développement sur ces sujets dans cette communication de l'AMF.

82 Dans le cas d'émetteurs présentant une situation d'endettement délicate, on observe en effet une corrélation négative très nette entre le cours de l'action et la prime de CDS.

83 Le « LEI » (Legal entity identifier) est un dispositif d'identifiant unique des intervenants sur les marchés financiers.

84 AMF, « Communication de l'AMF sur l'activisme actionnarial », préc., p. 9/10.

85 « Communication de l'AMF sur l'activisme actionnarial », préc., p. 7.

► Il pourrait être à nouveau envisagé de **priver l'emprunteur du droit de vote attaché aux actions prêtées** afin de lutter efficacement contre le phénomène de l'empty voting. Afin d'éviter le recours à la loi, la pratique de certains institutionnels consistant à **prévoir cette interdiction directement dans les contrats de prêt** pourrait être encouragée.

► L'AMF indiquait que :

« *S'agissant des prêts de titres, l'AMF constate que le recours à une telle pratique par les actionnaires activistes en vue de déstabiliser les assemblées générales d'émetteurs français est marginale. Cependant, l'AMF entend rappeler, dans le cadre d'une recommandation, la bonne pratique que constitue pour les gérants de fonds, le rapatriement des titres prêtés et l'exercice effectif de leur droit de vote* »⁸⁶.

► L'AMF précisait également que :

« *Elle estime utile le développement de toute initiative privée visant à l'émergence d'une place de marché centralisée de prêt-emprunt de titres, ainsi que le proposent certains rapports* »⁸⁷.

► Recommandation à l'attention des gérants de fonds concernant le rapatriement, à l'occasion des assemblées générales, des titres prêtés et l'exercice effectif de leur droit de vote

L'AMF rappelle que cette « "bonne pratique" figurait au 3^{ème} point de la recommandation n°12 du rapport Mansion de 2005⁸⁸, sous la forme suivante : "Il est recommandé aux gérants de fonds de rapatrier, à l'occasion des assemblées générales, les titres qu'ils ont prêtés et d'exercer les droits de vote y afférents" ».

86 AMF, « Communication de l'AMF sur l'activisme actionnarial », préc., p. 10.

87 Recommandation n° 9 du Rapport Woerth et recommandation n° 7 du Rapport Europlace.

88 Groupe de travail présidé par Yves Mansion, « Pour l'amélioration de l'exercice des droits de vote des actionnaires en France », 15 septembre 2005.

RECOMMANDATION #6 DE LA COMMISSION 7 novembre 2019

- ▶ L'engagement collectif des investisseurs pourrait également être promu à travers la **création d'une plateforme de dialogue actionnarial** permettant aux investisseurs de mettre en commun leurs revendications et d'engager un dialogue, le cas échéant, avec l'émetteur.

COMMUNICATION DE L'AMF 28 avril 2020

- ▶ L'AMF indiquait que :

« *Le développement de plateformes de dialogue actionnarial de la part des émetteurs, lequel est préconisé par un rapport, apparaît judicieux, en ce qu'il est susceptible de favoriser un tel dialogue, mais également de rendre celui-ci plus inclusif, en permettant notamment une participations effective des actionnaires minoritaires non institutionnels à ce processus* »⁸⁹.

COMMUNICATION DE L'AMF 17 mars 2021

- ▶ Pas de développement sur ces sujets dans cette communication de l'AMF.

89 AMF, « Communication de l'AMF sur l'activisme actionnarial », préc., p. 8.

- ▶ La Commission a constaté que, de l'avis unanime des personnes entendues, le dialogue actionnarial est le meilleur moyen pour prévenir les campagnes activistes. Dans le prolongement des travaux du Club des juristes relatifs au dialogue entre les administrateurs et les actionnaires, la Commission recommande qu'une démarche de **dialogue préalable au lancement d'une campagne activiste publique** soit systématique. Avant la diffusion éventuelle d'une *white paper* par les activistes, les émetteurs devraient notamment disposer d'un **délai suffisant pour répondre** aux arguments soulevés et corriger les éventuelles erreurs avant la diffusion publique.
- ▶ Afin d'améliorer la qualité du dialogue, les parties prenantes pourraient s'entendre sur des principes communs et un **guide du dialogue actionnarial** pourrait être élaboré conjointement par les émetteurs, les investisseurs, les régulateurs et les autres acteurs de marché.

- ▶ **S'agissant du caractère loyal et équitable du débat entre émetteurs et investisseurs activistes, l'AMF indiquait que :**

« Dans le but de favoriser le caractère loyal et équitable du débat entre émetteurs et investisseurs activistes, l'AMF complètera également sa doctrine en recommandant à tout actionnaire qui initie une campagne publique de communiquer sans délai à l'émetteur concerné les informations substantielles (type « white paper ») qu'il adresse aux autres actionnaires »⁹⁰.

- ▶ **S'agissant du dialogue actionnarial, l'AMF avait souligné que :**

« l'existence d'un dialogue transparent, régulier et ouvert entre un émetteur et ses actionnaires constitue l'une des clés pour prévenir les excès des campagnes activistes et, le cas échéant, réduire leur effet potentiellement déstabilisateur ».

L'AMF a relevé également que de « nombreux émetteurs attachent d'ores et déjà une place importante à ce dialogue et y consacrent des moyens parfois significatifs. A cet égard, une clarification des principes et des règles susceptibles d'encadrer un tel dialogue est préconisée par certains des rapports précités ».

En ce sens, l'AMF avait indiqué qu'elle complèterait sa doctrine : « afin d'y ajouter des développements et recommandations sur le dialogue actionnarial »⁹¹.

90 AMF, « Communication de l'AMF sur l'activisme actionnarial », préc., p. 9.

91 AMF, « Communication de l'AMF sur l'activisme actionnarial », préc., p. 8.

► **Ajout de développements dans le guide de l'information permanente et de la gestion de l'information privilégiée**

1.6.5. *Caractère loyal et équitable des échanges dans le cadre des campagnes activistes [...]*

Recommandation :

« Afin de favoriser le caractère loyal et équitable des échanges entre émetteurs et actionnaires, l'AMF recommande à tout investisseur qui initie une campagne publique à l'égard d'un émetteur d'adresser sans délai à cet émetteur les projets et propositions, ainsi que l'argumentation correspondante (contenus, le cas échéant, dans un document de type « white paper ») que cet investisseur présente, le cas échéant, à des actionnaires dans ce cadre. En outre, lorsqu'un investisseur initie une campagne publique à l'égard d'un émetteur, une bonne pratique consiste pour l'investisseur concerné à rendre publics ces projets et propositions, afin d'assurer une bonne information du marché et une égalité des actionnaires.

Il est par ailleurs recommandé que toute campagne publique soit précédée d'une tentative de dialogue de l'investisseur concerné avec l'émetteur ».

► **Recommandations sur le dialogue actionnarial**

• **Rappel des recommandations existantes sur le dialogue permanent entre actionnaires et émetteurs**

L'AMF rappelle que sa doctrine contient déjà plusieurs recommandations sur le dialogue actionnarial. Dans sa recommandation n°2012-05 sur les assemblées générales d'actionnaires de sociétés cotées (actualisée en octobre 2018), l'AMF recommande ainsi l'application de plusieurs propositions (n°1.1 à 1.10) relatives au « *dialogue permanent entre actionnaires et émetteurs* ». Ces propositions, qui font partie du corpus doctrinal de l'AMF, sont parfois lues exclusivement dans le contexte des assemblées générales.

Rappelant l'importance de ces recommandations, **l'AMF a décidé de les insérer également dans le guide de l'information permanente et de la gestion de l'information privilégiée, dans une section dédiée au dialogue entre actionnaires et émetteurs, en insistant sur le caractère permanent d'un tel dialogue.**





• Recommandation sur le dialogue entre le conseil et les actionnaires

L'AMF a décidé d'introduire une recommandation à ce sujet dans le guide de l'information permanente et de l'information privilégiée, comme suit :

« Il est recommandé aux émetteurs d'instaurer un dialogue entre le conseil et les actionnaires, le cas échéant par le truchement d'un administrateur référent, sur les principaux sujets d'attention des actionnaires, notamment les questions relatives à la stratégie et la performance en matière sociale, environnementale et de gouvernance (ESG). »

• Recommandation sur les supports de présentation établis à l'occasion des « roadshows » et sur l'opportunité d'une communication en cas de vote contesté en assemblée générale

La recommandation AMF n°2012-02 sur le gouvernement d'entreprise comprend deux recommandations sur le dialogue actionnarial, qui s'énoncent comme suit :

« L'AMF recommande que les supports de présentation établis à l'occasion des « roadshows gouvernance » soient mis en ligne sur le site Internet de la société.

Par ailleurs, l'AMF recommande aux sociétés, en cas de vote contesté en assemblée générale, de s'interroger sur l'opportunité d'une communication sur les mesures prises par le conseil à la suite de ce vote ».

Il est rappelé que la recommandation AMF n°2012-02 s'adresse aux sociétés déclarant se référer au code AFEP-MEDEF.

Afin d'élargir le champ d'application des deux recommandations précitées, l'AMF a décidé de les introduire dans son guide de l'information permanente et de l'information privilégiée, lequel s'adresse, au-delà des émetteurs déclarant se référer au code AFEP-MEDEF, aux émetteurs dont les titres financiers sont admis ou font l'objet d'une demande d'admission aux négociations sur un marché réglementé, un système multilatéral de négociation ou un système organisé de négociation.

RECOMMANDATION #8 DE LA COMMISSION 7 novembre 2019

- ▶ La méthode d'élaboration du code de gouvernement d'entreprise pourrait également être réexaminée afin d'assurer la plus large acceptation possible de la part des investisseurs. **Les investisseurs pourraient ainsi à cette occasion se réunir en un comité unique** afin de parler d'une seule voix avec les émetteurs.

COMMUNICATION DE L'AMF 28 avril 2020

- ▶ Pas de développement sur ces sujets dans cette communication de l'AMF.

COMMUNICATION DE L'AMF 17 mars 2021

- ▶ Pas de développement sur ces sujets dans cette communication de l'AMF.

► La Commission recommande qu'une réflexion soit menée sur le **renforcement des moyens et du rôle de l'AMF**. Afin de garantir un cadre loyal à la campagne activiste, les pouvoirs de l'AMF prévus à l'article L. 621-18 du Code monétaire et financier pourraient être élargis afin de permettre d'exiger que les investisseurs, et pas seulement les émetteurs, corrigent ou complètent leurs déclarations publiques.

► L'AMF avait préconisé trois réformes qui permettraient de renforcer l'efficacité de son action répressive, notamment dans le cadre de situations activistes :

- 1. L'AMF avait préconisé** « d'amender l'article L. 621-14 du Code monétaire et financier afin de doter le régulateur d'un pouvoir d'astreinte en matière d'injonction administrative, lequel n'est actuellement possible qu'en cas d'injonction judiciaire demandée par l'AMF. L'octroi d'un tel pouvoir aura l'avantage de rendre plus dissuasives et coercitives les injonctions administratives de l'AMF » ;
- 2. L'AMF avait proposé que** « le champ d'application de l'article L. 621-18 du Code monétaire et financier - qui vise aujourd'hui les seuls émetteurs - pourrait être utilement élargi, afin de permettre à l'AMF d'ordonner à tout investisseur ayant une exposition économique sur les titres d'un émetteur coté de procéder à des publications rectificatives ou complémentaires dans le cas où des inexactitudes ou des omissions auraient été relevées dans ses déclarations publiques. A défaut, l'AMF pourrait procéder elle-même à de telles publications. Il s'agit de permettre à l'AMF de pouvoir agir rapidement, en particulier en cas de publication d'informations manifestement fausses ou trompeuses sur un émetteur » ;
- 3. L'AMF avait proposé** « d'amender l'article 231-36 de son règlement général applicable en période d'offre publique, afin d'étendre aux actionnaires (ainsi qu'à leurs représentants ou mandataires) de l'initiateur ou de la société visée les obligations prévues par cette disposition, en particulier une obligation de vigilance particulière dans les déclarations. L'expérience montre, en effet, que les actionnaires, notamment activistes, peuvent exercer un rôle significatif sur le déroulement des offres publiques, de sorte qu'il paraît judicieux de soumettre leur communication, dans ce contexte précis, à une même obligation de vigilance que « les personnes concernées par l'offre » au sens du règlement général de l'AMF »⁹².

92 AMF, « Communication de l'AMF sur l'activisme actionnarial », préc.

► Vigilance particulière des actionnaires dans leurs déclarations en cas d'offre publique

L'AMF a décidé de ne pas proposer de modification de son règlement général mais d'introduire une recommandation en ce sens dans sa doctrine. L'article 231-36, al. 1^{er} du règlement général de l'AMF, qui impose aux personnes concernées par une offre publique, à leurs dirigeants et à leurs conseils, de faire preuve d'une vigilance particulière dans leurs déclarations, demeure donc inchangé. Il est rappelé qu'aux termes de l'article 231-2 3°, « les personnes concernées par l'offre » désignent « l'initiateur et la société visée ainsi que les personnes ou entités agissant de concert avec l'un ou l'autre ».

Pour ce qui concerne les actionnaires de l'initiateur de l'offre ou de la société visée par l'offre, ainsi que les personnes ayant une exposition économique sur l'initiateur ou sur la société visée par l'offre, une recommandation est introduite dans le guide de l'information permanente et de la gestion de l'information privilégiée, comme suit :

1.6.7. Vigilance particulière des actionnaires dans leurs déclarations en cas d'offre publique [...]

Recommandation :

« Lors de la période d'offre au sens de l'article 231-2 6° du règlement général de l'AMF, il est recommandé aux actionnaires de l'initiateur de l'offre ou de la société visée par cette offre, aux personnes ayant une exposition économique sur l'initiateur de l'offre ou sur la société visée par l'offre en vertu d'accords ou d'instruments financiers mentionnés au I de l'article L. 233-9 du Code de commerce, à leurs dirigeants, leurs mandataires et leurs conseils de faire preuve d'une vigilance particulière dans leurs déclarations. Cette recommandation s'applique également pendant la période de préoffre ».

RECOMMANDATION #10 DE LA COMMISSION 7 novembre 2019

► La Commission recommande que soient précisés les comportements susceptibles de permettre la caractérisation d'une action de concert dans le cadre d'une campagne activiste, à l'instar de la liste blanche élaborée par l'ESMA pour la directive OPA (ESMA, 12 novembre 2013, *Information on shareholder cooperation and acting in concert under the Takeover Bids Directive*, ESMA/2013/1642).

COMMUNICATION DE L'AMF 28 avril 2020

► L'AMF avait précisé qu':

« *Elle initiera une démarche auprès de l'ESMA afin de demander que soient définis, sur le modèle de la liste blanche publiée en matière d'action de concert, les comportements activistes qui ne sont pas en eux-mêmes susceptibles d'être présumés comme caractérisant une action de concert* »⁹³.

COMMUNICATION DE L'AMF 17 mars 2021

► Pas de développement sur ces sujets dans cette communication de l'AMF.

93 AMF, « Communication de l'AMF sur l'activisme actionnarial », préc.

