

**SYNTHESE DE LA NOTE DE SUIVI
CLUB DES JURISTES
COMMISSION « ACTIVISME ACTIONNARIAL »**

- Trois ans après la publication du rapport de la Commission « activisme actionnarial » du Club des Juristes (la « **Commission** ») publié le 7 novembre 2019 (le « **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 10 recommandations formulées dans le cadre du Rapport au contexte économique et normatif renouvelé.
- Sur le plan statistique, l'activisme actionnarial connaît un réel dynamisme en 2022¹. 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.
- En outre, 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 classiques².
- Enfin, depuis la publication du Rapport, l'AMF a fait évoluer sa doctrine sur l'activisme actionnarial³ et mis à jour ses recommandations⁴ en intégrant notamment certaines recommandations du Rapport.
- 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.

1) ENCADREMENT DU DIALOGUE PRIVE ENTRE LES INVESTISSEURS ET LES EMETTEURS

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 les recommandations du Rapport⁵. En complément de ces travaux, la Commission serait extrêmement favorable à l'élaboration d'un **guide du dialogue actionnarial** qui fixerait les bonnes pratiques et 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.

¹ 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.

² 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.

³ AMF, « Communication de l'AMF sur l'activisme actionnarial », 28 avril 2020.

⁴ AMF, « Activisme actionnarial : l'AMF fait évoluer sa doctrine », 17 mars 2021.

⁵ Recommandation n° 7 du Rapport.

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

▪ Délai raisonnable avant la diffusion du « white paper »

- Dans la continuité de la doctrine de l'AMF qui recommande désormais « *que toute campagne publique soit précédée d'une tentative de dialogue de l'investisseur concerné avec l'émetteur* »⁶, et afin de progresser encore dans l'instauration d'un dialogue loyal entre les actionnaires activistes et les émetteurs, la Commission serait favorable à 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*

- 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 »**⁷. 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

- 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 Commission jugerait ainsi utile d'engager une **réflexion pour faciliter l'identification des actionnaires entre eux**.
- Par ailleurs, 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. La Commission estime que le niveau de participation de l'investisseur n'est généralement pas déterminant pour initier une campagne activiste⁸, même si sa faiblesse peut restreindre les moyens d'action dont il dispose. 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 serein. 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* »⁹ risquerait de restreindre le dialogue.

⁶ 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.

⁷ Recommandation n° 3 du Rapport.

⁸ 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.

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

- 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 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.

2) AMELIORATION DE LA TRANSPARENCE DANS LE CADRE DES CAMPAGNES ACTIVISTES

A. Publicité du niveau de participation de l'investisseur

- 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).

B. Ventes à découvert et positions courtes

- La Commission réitère sa recommandation faite en 2019 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**. La Commission note la déclaration de l'AMF s'estimant prête à soutenir les propositions allant dans ce sens au niveau européen¹⁰.

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

▪ **Qualité de l'information fournie par l'investisseur**

- Conformément à la recommandation formulée par la Commission¹¹, 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. 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**¹².
- En outre, pour convaincre les actionnaires, l'investisseur initiant une campagne peut proposer une stratégie différente de celle décidée par le conseil d'administration. La Commission considère ainsi 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 société¹³.

▪ **Pouvoir d'injonction « symétrique » de l'AMF**

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

¹¹ Recommandation n° 2 du Rapport.

¹² ESMA, Q&A on the Market Abuse Regulation (MAR), ESMA70-145-111, version 17, Last updated on 25 November 2022.

¹³ Recommandation DOC-2012-05, « Les assemblées générales d'actionnaires des sociétés cotées », mise à jour le 29 avril 2021.

- L'AMF a historiquement très peu utilisé son pouvoir d'injonction administrative¹⁴. Pour protéger de façon effective l'information fournie au marché dans un cadre juridique plus protecteur que celui des communiqués de presse¹⁵, 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 post*¹⁶. La Commission considère ainsi 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.
- 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* »¹⁷.
- 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**.

3) INTERVENTION DE L'ACTIVISTE DANS LE CADRE D'UNE ASSEMBLEE GENERALE

A. Action de concert

- 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 activiste¹⁸. 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* »¹⁹. 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 investisseurs, la Commission réaffirme **l'opportunité que l'ESMA se saisisse de ce sujet**²⁰.

B. Sollicitation active de mandats

- S'agissant de la sollicitation active de mandats²¹, le régime applicable – qui impose au solliciteur actif des exigences d'information à l'attention des actionnaires sollicités et du marché – pourrait

¹⁴ 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.

¹⁵ Par exemple, AMF, « L'AMF rappelle le droit fondamental des actionnaires d'exprimer leur vote en assemblée générale », 3 mai 2020.

¹⁶ Il n'existe d'ailleurs pas de jurisprudence condamnant un investisseur pour diffusion d'information fausse ou trompeuse.

¹⁷ AMF, « Communication de l'AMF sur l'activisme actionnarial », préc., p. 11.

¹⁸ Recommandation n° 10 du Rapport.

¹⁹ AMF, « Communication de l'AMF sur l'activisme actionnarial », préc., p. 12.

²⁰ Voir également en ce sens : IFA, « L'administrateur face à une campagne activiste », p. 11.

²¹ 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*

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.

- 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 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.**

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.

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)