



**OBSERVATIONS CRITIQUES QU'APPELLENT
CERTAINES RECOMMANDATIONS FORMULEES PAR
LES RAPPORTS SUR L'ACTIVISME ACTIONNARIAL**

20 AVRIL 2020

PREAMBULE
PAR CAROLINE RUELLAN – SONJ CONSEIL

L'objectif de cette réflexion sur l'actionnaire activiste n'est pas de nourrir une polémique sur un sujet devenu sensible mais de faire valoir le point de vue de l'investisseur dans le prolongement des quatre rapports émis récemment en France, démarche qui ne peut que servir l'intérêt général, favoriser l'attractivité de la Place de Paris et le dialogue entre émetteurs et actionnaires, dialogue appelé de ses vœux par tous les acteurs.

Le traitement du phénomène activiste renvoie à une question préalable fondamentale, dont découle la manière d'appréhender l'activisme actionnarial : faut-il considérer que l'actionnaire activiste est un actionnaire minoritaire comme les autres, et s'en remettre en conséquence au seul droit commun applicable à tout actionnaire pour apprécier, juger et éventuellement sanctionner ses comportements, et donc, repousser toute tentation de réglementation supplémentaire ;

Ou l'actionnaire activiste serait-il un actionnaire minoritaire particulier, en vertu d'une « exception activiste », et en conséquence, lui appliquer un traitement différentiel, ce qui suppose de définir au préalable ce qu'est l'actionnaire activiste.

Les rapports portés sur la Place apportent une réponse différenciée à cette question, avec néanmoins un présupposé dominant d'exception de l'actionnaire minoritaire activiste.

Nous considérons que l'actionnaire activiste est un actionnaire minoritaire qui décide d'exercer une influence sur l'émetteur en utilisant, notamment les droits que la loi lui reconnaît en contrepartie du risque social qu'il a accepté de courir ainsi que des moyens de communication, sans volonté de devenir majoritaire ni prendre le contrôle de l'entreprise.

Parmi les droits essentiels reconnus aux actionnaires par la loi figure au premier chef celui de faire valoir son point de vue, fut-il critique et in fine, de voter contre les décisions majoritaires.

Cette définition, retenue par le Rapport parlementaire Eric Woerth & Benjamin Dirx¹, repose sur l'absence d'une exception activiste. En revanche, l'émergence de l'activisme actionnarial réactive la question cardinale du traitement de l'actionnaire minoritaire par l'entreprise. Or, la qualité de la gouvernance de toute société s'apprécie à la lumière dont l'actionnaire minoritaire est traité.

Le mouvement activiste ouvre ainsi la voie aux autres actionnaires, notamment institutionnels, désormais moins réticents à épouser la thèse activiste lorsqu'ils considèrent qu'elle sert leurs intérêts, contribuant ainsi à construire une contestation. Il favorise l'émergence d'une nouvelle implication actionnariale en provenance de tous les actionnaires, y compris les fonds indiciels, accusés de gestion passive.

¹ Rapport de la Mission d'information parlementaire sur l'activisme actionnarial par Eric Woerth & Benjamin Dirx, p. 13, définition proposée par C. Ruellan.

L'activisme actionnarial illustre l'émergence d'une nouvelle ère marquée par un principe de redevabilité. Amenant un changement de paradigme dans les relations entre actionnaires et dirigeants, la réponse à cette évolution ne saurait être la mise en place de mesures anti-activistes. Elle exige tout au contraire une refondation stratégique intégrant, lorsqu'ils contribuent à la création de valeur, les arguments avancés par la critique activiste.

Si quelques améliorations peuvent être apportées au dispositif existant, celles-ci doivent donc demeurer exceptionnelles et en tout état de cause, ne pas entraver le rôle majeur de contradiction rempli par l'actionnaire minoritaire. La réglementation en l'état, permet déjà d'appréhender les abus de marché quand ils existent. L'attractivité de la Place de Paris ne saurait souffrir d'un renforcement inutile de réglementation.

L'activisme actionnarial doit être compris comme une opportunité pour l'entreprise, en l'invitant à plus de discipline et à une prise en compte réelle de l'actionnaire minoritaire.

**SYNTHESE DES OBSERVATIONS CRITIQUES QU'APPELLENT CERTAINES RECOMMANDATIONS FORMULEES PAR
LES RAPPORTS SUR L'ACTIVISME ACTIONNARIAL²**

**1. SUR LES RECOMMANDATIONS TENDANT A L'INSTAURATION D'OBLIGATIONS DECLARATIVES
RENFORCEES A DES FINS DE MEILLEURE TRANSPARENCE**

Sur l'abaissement du niveau légal de déclaration de franchissement de seuil préconisé par le rapport WD

Un abaissement du seuil légal en deçà du seuil minimal actuel de 5% prévu par la Directive 2004/109 conduirait à une dysharmonie entre le droit national français et celui de l'essentiel des Etats membres de l'Union, à rebours des objectifs poursuivis par le législateur européen.

Il est en outre évident qu'une telle mesure – dont les effets bénéfiques restent à démontrer – aurait des effets indésirables, puisqu'elle dissuaderait l'ensemble des investisseurs, y compris institutionnels, d'accroître leur investissement, compte tenu des coûts d'adaptation et des contraintes opérationnelles inhérents aux obligations déclaratives additionnelles qui s'imposeraient. Un tel effet dissuasif, *in fine* défavorable aux émetteurs, explique d'ailleurs sans doute que la mesure préconisée par le rapport WD n'ait reçu le soutien ni du CDJ, ni de l'AFEP, ni de Paris Europlace.

Sur l'instauration d'obligations déclaratives spécifiques préconisée par le CDJ en cas de prise de position publique par un « *activiste* »

Le régime proposé créerait une insécurité juridique considérable, dès lors que le fait générateur de ces nouvelles obligations déclaratives reposerait, non pas sur des critères objectifs de détention, mais sur des éléments d'appréciation particulièrement flous et subjectifs quant à la dimension « *critique* » ou non d'une prise de position publique par un investisseur.

En outre, tout investisseur (y compris institutionnel) pourrait se trouver assujéti malgré lui à de telles obligations, dans l'hypothèse où sa supposée position critique ferait l'objet d'une diffusion publique à son insu « *par voie de presse* ».

Plus généralement, la mesure préconisée aurait immanquablement pour effet de dissuader l'ensemble des investisseurs de toute velléité d'adopter une position critique à l'égard des émetteurs. Une telle entrave à l'engagement actionnarial serait manifestement contraire

² Rapport d'information déposé par la Commission des finances en conclusion des travaux d'une mission d'information relative à l'activisme actionnarial (co-rapporteurs : Messieurs Eric Woerth et Benjamin Dirx), 2 octobre 2019 (« rapport WD ») ; Activisme actionnarial - rapport de la commission ad hoc du Club des juristes présidée par Michel Prada, novembre 2019 (« rapport CDJ ») ; Activisme actionnarial - rapport de l'AFEP, décembre 2019 (« rapport AFEP ») ; Gouvernance actionnariale et pratiques de marché - note du Groupe de travail Paris Europlace, 6 janvier 2019 (« rapport Paris Europlace »)

aux objectifs poursuivis par le législateur européen, et nuirait tant à l'attractivité qu'à l'intégrité du marché.

Sur l'obligation de déclaration préalable de la « *qualité d'actionnaire activiste* » préconisée par l'AFEP

Cette proposition est d'autant plus critiquable qu'elle apparaît clairement dictée par la volonté de paralyser *ab initio* toute forme d'activisme, là encore en contrariété totale avec la volonté du législateur européen de favoriser l'engagement actionnarial.

Il s'agirait en effet de soumettre tout actionnaire susceptible d'adopter une position un tant soit peu critique à des contraintes règlementaires et opérationnelles exorbitantes, l'effet dissuasif d'une telle entrave étant décuplé par le risque de voir le moindre écart lourdement sanctionné.

Sur l'application d'un mécanisme de « *put up or shut up* » destiné à contraindre un actionnaire à se déclarer publiquement en cas de « *rumeurs de préparation d'une campagne activiste* »

L'interprétation particulièrement extensive de la notion d'« *opération financière susceptible d'avoir une incidence significative sur le cours* » sur laquelle repose la recommandation formulée par le CDJ en la matière pourrait conduire à ce que tout investisseur susceptible d'adopter une position critique soit contraint de « *se déclarer publiquement* » avant toute prise de participation éventuelle au capital d'un émetteur.

Le mécanisme préconisé aurait tendance à contraindre et précipiter la prise de position publique par un investisseur faisant l'objet de simples « *rumeurs de préparation d'une campagne activiste* » – résultat parfaitement contraire à l'objectif, affiché par l'ensemble des rapports, de favoriser le dialogue privé avec l'émetteur préalablement à toute prise de position publique.

Alors que le « *dispositif anti-rumeur* » existant en matière d'offres publiques est d'ores et déjà critiqué à raison des incertitudes et de l'insécurité juridique qu'il génère, l'application d'un dispositif analogue aux « *campagnes activistes* » est d'autant moins souhaitable qu'elle pourrait conduire à une instrumentalisation de la part des émetteurs à qui il suffirait de propager une « *rumeur de préparation d'une campagne* » pour neutraliser tout investisseur suspecté de velléités activistes.

Sur l'obligation de communiquer les documents adressés en privé à d'autres actionnaires

Cette mesure ne ferait qu'aggraver l'asymétrie et le déséquilibre qu'elle prétend résoudre, et ne saurait se revendiquer d'un renforcement de la transparence à défaut d'imposer réciproquement aux émetteurs de communiquer au marché l'ensemble des documents sur la base desquels ils fonderaient leur réplique aux critiques ou « *campagnes* » dont ils feraient l'objet.

Sur le devoir pour un activiste « d'expliquer dans quelle mesure son approche intègre, pour la société, son intérêt social, en prenant en considération les enjeux sociaux et environnementaux de son activité »

Imposer aux « activistes » de devoir se justifier de la sorte auprès des émetteurs et des leurs dirigeants procéderait d'une curieuse inversion des rôles, et conduirait inmanquablement ces derniers à instrumentaliser cette obligation de « reddition de comptes » pour tenter de détourner artificiellement l'attention de la critique légitime dont ils pourraient faire l'objet.

En tout état de cause, les sociétés de gestion de fonds activistes sont, comme toutes sociétés de gestion, d'ores et déjà tenues d'élaborer et de publier une politique d'engagement actionnarial, ainsi qu'un compte-rendu de la mise en œuvre de cette politique, de sorte que la mesure n'apparaît répondre à aucune justification valable.

2. SUR LES RECOMMANDATIONS CENSEES CONTRIBUER A L'AMELIORATION DU DIALOGUE ACTIONNARIAL

Sur les préconisations tendant à soumettre toute « campagne activiste » à une consultation préalable de l'émetteur

La principale justification avancée au soutien de ces préconisations repose sur le postulat fondamentalement erroné selon lequel il conviendrait de « réduire l'asymétrie de communication et d'information entre fonds activistes et sociétés cotées », de « rééquilibrer les rapports émetteurs-activistes », ou encore de « rétablir un level playing field ». S'il existe bien un déséquilibre ou une asymétrie d'information, ce n'est certainement pas en défaveur des émetteurs (lesquels disposent d'un évident avantage informationnel, s'agissant notamment de la connaissance de leur actionnariat), mais clairement en défaveur des fonds activistes, et plus généralement de l'ensemble du marché.

Au demeurant, rien n'indique qu'imposer une consultation préalable des émetteurs concernés favoriserait un dialogue constructif, compte tenu de la propension de ces derniers à réfuter en bloc les arguments des activistes. Il est en revanche évident qu'une telle contrainte aurait pour effet de paralyser systématiquement l'action des fonds activistes.

Dans l'ensemble, sous couvert de militer en faveur d'un renforcement du dialogue actionnarial et de remédier à une « inégalité des armes » qui n'existe en fait qu'au profit des émetteurs, les mesures préconisées ne semblent destinées qu'à répondre à la volonté de certains émetteurs de neutraliser toute contestation publique de leur gouvernance ou de leur stratégie, aussi critiquables soient-elles.

Sur l'interdiction de communications au cours des « quiet periods »

Rien n'interdit aux émetteurs de communiquer durant les « quiet periods », et donc d'apporter, le cas échéant, la contradiction à une campagne dont ils pourraient faire l'objet au cours de telles périodes.

Dans ces conditions, il serait particulièrement disproportionné et injustifié de contraindre les fonds activistes au silence, et d'entraver ainsi radicalement leur liberté d'expression et d'action, à plus forte raison dans la mesure où les émetteurs ont toute latitude pour définir la durée des « *quiet periods* » qu'ils s'imposent eux-mêmes – et pourraient donc être tentés d'allonger au maximum ces périodes si elles étaient assorties d'une interdiction de toute expression actionnariale contestataire.

3. SUR LES RECOMMANDATIONS TENDANT A L'APPLICATION CATEGORIELLE AUX « ACTIVISTES » DE LA REGLEMENTATION RELATIVE AUX RECOMMANDATIONS D'INVESTISSEMENT ET A LA SOLLICITATION ACTIVE DE MANDATS

Sur les préconisations tendant à soumettre d'office les « *activistes* » au cadre réglementaire applicable à la diffusion de recommandations d'investissement

Rien ne justifie l'édiction de nouvelles règles qui auraient vocation à encadrer spécifiquement la communication publique des investisseurs catalogués comme « *activistes* ».

Les éventuelles incertitudes quant à l'application du Règlement délégué (UE) n°2016/958 aux « *white papers* » diffusés par certains activistes ne sauraient légitimer une approche catégorielle consistant à soumettre d'office la communication de toute personne réputée avoir la qualité d'« *activiste* » à des contraintes réglementaires particulières, alors qu'une telle approche ne ferait que générer davantage d'insécurité juridique.

Sur l'application systématique aux « *actionnaires activistes* » de la réglementation applicable à la sollicitation active de mandats préconisée par le CDJ

En imposant des contraintes spécifiques à certains actionnaires réputés « *activistes* », la mesure conduirait à un traitement différencié des actionnaires radicalement contraire au principe d'égalité prévu par la Directive n°2007/36 (que la réglementation sur la sollicitation active de mandats est censée transposer en droit interne).

Exiger d'office de tout « *actionnaire activiste* » qu'il clarifie les motifs de son vote lors d'une assemblée générale, ou encore le contraindre à révéler à cette occasion « *les conflits d'intérêts auxquels il serait exposé* », alors même qu'il n'assumerait en fait aucune responsabilité fiduciaire à l'égard de quelque mandant que ce soit, constituerait en outre une entrave parfaitement injustifiée à l'expression actionnariale, en violation manifeste des objectifs poursuivis par la Directive.

La mesure est d'autant plus contestable qu'elle pourrait donner lieu à une instrumentalisation de la part d'émetteurs soucieux de contrecarrer toute initiative contestataire lors des assemblées générales.

4. SUR LES RECOMMANDATIONS RELATIVES A LA VENTE A DECOUVERT

Sur le renforcement de la réglementation préconisé aux fins d'accroître la transparence des positions courtes

Alors que le Règlement n°236/2012 impose d'ores et déjà des obligations déclaratives parmi les plus contraignantes au monde en la matière, le renforcement des contraintes réglementaires préconisé par les différents rapports n'apparaît répondre à aucune justification, au-delà de l'affirmation, par voie de pure pétition de principe, d'une prétendue nécessité de « *lutter contre les excès de la vente à découvert* », ou d'« *encadrer plus étroitement la vente à découvert* ».

Dans l'ensemble, les diverses mesures préconisées, qui reposent sur une stigmatisation parfaitement infondée de la vente à découvert, apparaissent aussi disproportionnées qu'injustifiées, et ne feraient *in fine* que porter atteinte à la l'attractivité et à l'intégrité du marché, en ce qu'elles entraveraient une pratique pourtant essentielle à la couverture du risque et au bon fonctionnement du marché.

Sur la présomption de fonctionnement anormal du marché

La validité d'une telle présomption est en soi éminemment contestable.

Elle ne saurait en outre justifier des mesures, telles que l'interdiction de la vente à découvert, qui auraient des effets perturbateurs et néfastes pour l'ensemble du marché, alors que le régulateur dispose de moyens permettant amplement d'appréhender et de sanctionner individuellement les éventuels abus que pourrait révéler la constitution massive de positions courtes sur les titres d'un émetteur.

5. SUR LES RECOMMANDATIONS RELATIVES A UN ACCROISSEMENT DES PREROGATIVES DE L'AMF A L'EGARD DES INVESTISSEURS ACTIVISTES

Les préconisations formulées en la matière semblent avoir pour seule justification l'idée préconçue selon laquelle l'action menée par un investisseur activiste serait par définition répréhensible, ou préjudiciable pour l'émetteur.

En tout état de cause, dans l'hypothèse où un éventuel « *manquement* » serait commis de part ou d'autre à l'occasion d'une campagne activiste, chacun des acteurs concernés disposerait de la faculté de saisir un juge en référé, et de voir ainsi la contestation rapidement tranchée sur le terrain judiciaire. Dans ces conditions, investir le régulateur d'un pouvoir analogue à celui dont dispose déjà le juge judiciaire, gardien des libertés publiques, marquerait une forme de défiance injustifiable à l'égard de la justice.

INTRODUCTION

La publication quasi-concomitante, par la Commission des finances de l'Assemblée Nationale³, le Club des juristes (« CDJ »)⁴, l'Association française des entreprises privées (« AFEP »)⁵, ou encore Paris Europlace⁶, de rapports sur l'activisme actionnarial (les « *Rapports* »), témoigne du vif intérêt que suscite actuellement ce phénomène en France, l'AMF ayant d'ailleurs annoncé son « *intention de préciser son approche du sujet* » avant la fin du premier trimestre 2020⁷.

Ces Rapports formulent diverses recommandations dont il faut d'emblée observer que certaines d'entre elles :

- procèdent en creux d'une conception rétrograde selon laquelle un actionnaire devrait en substance se contenter d'une posture passive une fois son investissement réalisé, à plus forte raison lorsqu'il détient une participation minoritaire, et constituerait donc une nuisance pour l'émetteur dès lors qu'il refuserait d'adopter une telle posture en se permettant de critiquer les orientations stratégiques ou la direction de l'entreprise ;
- reposent par ailleurs sur l'hypothèse selon laquelle l'activisme actionnarial serait essentiellement caractérisé par la recherche du profit à court terme aux dépens de la création de valeur et du développement de l'entreprise sur le long terme ;
- contribuent dès lors à accréditer l'idée selon laquelle l'activisme constituerait une menace contre laquelle il faudrait lutter.

Les récentes déclarations du Président de Paris Europlace, selon lesquelles l'activisme consisterait, par définition, à « *s'affranchir des principes et des règles* »⁸, témoignent à cet égard d'une évidente volonté de stigmatisation. Il en va de même s'agissant de l'« *essai de définition de l'activisme actionnarial* » proposé aux termes du rapport AFEP, selon lequel les « *fonds activistes* » n'auraient qu'« *une vision court terme et des méthodes agressives* », avec pour seul objectif « *de réaliser des profits aux dépens de la création de valeur sur le long terme* ».

³ Rapport d'information déposé en conclusion des travaux d'une mission d'information relative à l'activisme actionnarial (co-rapporteurs : Messieurs Eric Woerth et Benjamin Dirx), 2 octobre 2019 (ci-après « rapport WD »)

⁴ *Activisme actionnarial* – Commission ad hoc du Club des juristes présidée par Michel Prada, novembre 2019 (ci-après « rapport CDJ »)

⁵ *Activisme actionnarial* - rapport de l'AFEP, décembre 2019 (ci-après « rapport AFEP »)

⁶ *Gouvernance actionnariale et pratiques de marché* - note du Groupe de travail Paris Europlace, 6 janvier 2019

⁷ *Discours de Robert Ophèle, président de l'AMF – Vœux 2020 à la place financière* - 8 janvier 2020

⁸ Agefi, 16 janvier 2020 <https://www.agefi.fr/financements-marches/actualites/hebdo/20200116/l-activisme-c-est-s-affranchir-principes-regles-290724>

Cette thèse « *court-termiste* » est cependant démentie par l'ensemble des études empiriques sur le sujet, lesquelles soulignent notamment que l'intervention de fonds activistes contribue substantiellement à améliorer les performances opérationnelles des entreprises sur le long terme⁹. Il s'avère au demeurant que les activistes ont tendance à conserver une participation au capital des émetteurs sur une durée bien plus longue que la durée moyenne de détention observée par la Banque Mondiale¹⁰.

Tout observateur objectif du phénomène doit en outre admettre que l'activisme – qui ne ressort en fait que de l'exercice proactif, par un actionnaire, de la plénitude de ses droits et prérogatives¹¹ – contribue substantiellement au bon fonctionnement et à l'intégrité du marché.

Les actionnaires, en étant passifs, privent les dirigeants d'une source nécessaire et précieuse de contradiction. L'activiste peut, de la sorte, participer à l'émergence d'une meilleure gouvernance et contribuer à la performance de l'entreprise, dès lors qu'il exerce ses nombreuses prérogatives dans l'intérêt de l'entreprise.

Le CDJ fait d'ailleurs justement remarquer dans son rapport que « *l'engagement des actionnaires dans la vie de l'émetteur étant généralement considéré par tous les acteurs du marché comme une condition de son bon fonctionnement et encouragé comme tel par les autorités de marché, comment pourrait-on s'étonner qu'un actionnaire soit particulièrement actif ?*¹² ». Et le Président de l'AMF a pour sa part déjà eu l'occasion de souligner que « *l'intervention d'activistes est un élément contribuant à la bonne formation des prix sur les marchés et ce d'autant plus que l'essor des investisseurs passifs et/ou des investisseurs institutionnels réduit dans certains cas singulièrement la diversité des analyses et des intervenants*¹³ ». Le rapport WD énonce quant à lui dans sa synthèse « qu'il est sain qu'un actionnaire soit actif dans la vie de l'entreprise. De même, un activiste peut être utile à l'entreprise. »

⁹ Cf. M. Albouy, C. Decante, A. Mauro et P. Studer, *L'impact des Hedge Funds activistes sur les performances à court, moyen et long terme des entreprises européennes*, Finance Contrôle Stratégie, 2017 (étude portant sur un échantillon de 23 sociétés cotées européennes, aux termes de laquelle les auteurs formulent la conclusion suivante : « nous n'observons pas de résultats correspondants à la vision court-termiste de l'activisme puisque, en moyenne, l'ensemble des indicateurs de performances s'améliorent au cours des 5 années suivant l'intervention. ») ; v. également M. Nussenbaum, *L'impact de l'action de fonds activistes sur la valeur actionnariale*, La Semaine Juridique Entreprise et Affaires, n°36, 6 sept. 2018

¹⁰ Frank Partnoy, Steven Davidoff Salomon, *What CEOs get wrong about activist investors*, Harvard Business Review, 2018 : « *One popular view of activists is that they are short-term, cut-and-run operators who are looking for a quick profit. Yet our empirical research shows that the median activist holding period is greater than one year (as was ours). By contrast, World Bank data suggests that the average holding period in 2015 for public company shares globally was just over seven months.* »

¹¹ Le rapport CDJ souligne ainsi que « *l'activiste est généralement une société gérant un fonds d'investissement qui revendique avant toute chose l'usage actif de ses droits d'actionnaire* ». Dans le même sens, la direction générale du Trésor rappelle aux termes du rapport WD que « *tout actionnaire engagé et désireux de faire valoir son point de vue sur la stratégie d'une entreprise se trouve en position d'être qualifié d'activiste* ».

¹² Rapport CDJ, page 7

¹³ Contribution de Robert Ophèle aux réflexions sur l'activisme en bourse, 11 juillet 2019

Dans ces conditions, il serait pour le moins paradoxal d'invoquer la nécessaire préservation de l'intégrité du marché pour préconiser un encadrement des « *comportements activistes* » dont l'objet ou l'effet serait *in fine* d'entraver toute forme d'activisme actionnarial, et par conséquent, toute forme de contestation en provenance des actionnaires minoritaires.

C'est pourtant vers un tel résultat que tendent dans l'ensemble les préconisations formulées aux termes des Rapports, dont les plus critiquables sont analysées ci-après.

1. SUR LES RECOMMANDATIONS TENDANT A L'INSTAURATION D'OBLIGATIONS DECLARATIVES RENFORCEES A DES FINS DE MEILLEURE TRANSPARENCE

Sur l'abaissement du niveau légal de déclaration de franchissement de seuil préconisé par le rapport WD

Le rapport WD préconise d'abaisser de 5% à 3% du capital ou des droits de vote d'une société cotée le premier seuil légal dont le franchissement doit être publiquement déclaré, afin de « *renforcer la transparence du capital* »¹⁴.

Relevons tout d'abord qu'une telle mesure de portée générale apparaît particulièrement disproportionnée et inadaptée à l'objectif affiché d'encadrer l'activisme actionnarial, compte tenu du très faible nombre d'émetteurs concernés par les campagnes activistes en France¹⁵.

Elle ne saurait en outre se revendiquer de la nécessité d'offrir aux émetteurs « *une meilleure connaissance de leur actionnariat*¹⁶ », alors que ces derniers disposent d'ores et déjà de moyens leur permettant d'avoir une connaissance particulièrement fine de la composition de leur capital¹⁷. Les émetteurs ont ainsi notamment la possibilité de se doter de seuils statutaires dont le niveau peut être fixé à 0,5% du capital ou des droits de vote¹⁸, et dont le franchissement ne donne lieu à déclaration qu'auprès de l'émetteur concerné – l'information n'étant donc pas diffusée au marché.

Notons à cet égard qu'une mesure consistant à imposer aux émetteurs de rendre publiques les déclarations de franchissement des seuils statutaires serait bien plus adaptée à l'objectif

¹⁴ Recommandation n°1 du rapport WD – cf. pages 58 et s.

¹⁵ Dans son étude sur l'activisme parue en janvier 2020, Lazard n'a dénombré que 7 campagnes activistes en France sur l'année 2019 (Lazard, *2019 Review of shareholder activism* <https://www.lazard.com/media/451141/lazards-2019-review-of-shareholder-activism-vf.pdf>). Moins de 1% des sociétés cotées en France apparaissent ainsi être concernées par le phénomène

¹⁶ Rapport WD, page 58

¹⁷ Cf. page 13 infra

¹⁸ Cf. article L. 233-7, III du Code de commerce

de garantir une égalité de traitement des actionnaires – lesquels bénéficieraient du même niveau d'information que l'émetteur quant aux participations détenues au-delà de ces seuils – et une meilleure « *transparence du capital* » des émetteurs.

Il faut rappeler par ailleurs que le seuil minimal actuel de 5% correspond à celui prévu par la Directive 2004/109/CE¹⁹, et qu'en conséquence, un abaissement du seuil légal en deçà de ce niveau conduirait à une dysharmonie entre le droit national français et celui de l'essentiel des Etats membres de l'Union, à rebours des objectifs d'harmonisation réglementaire poursuivis par le législateur européen.

En tout état de cause, alors que rien n'indique quels seraient les effets bénéfiques d'un abaissement du seuil légal de déclaration obligatoire, il est en revanche évident qu'une telle mesure aurait des effets indésirables, puisque les coûts et contraintes opérationnelles liés aux obligations déclaratives dissuaderaient l'ensemble des investisseurs, y compris institutionnels, d'accroître leur investissement²⁰. L'attractivité et la compétitivité du marché français s'en trouveraient nécessairement atteintes.

Un tel effet dissuasif, *in fine* défavorable aux émetteurs, explique sans doute que la mesure d'abaissement de seuil légal de déclaration obligatoire préconisée par le rapport WD n'ait reçu le soutien ni de Paris Europlace, ni de l'AFEP, ni du CDJ – ce dont on ne peut que se réjouir.

Sur l'instauration d'obligations déclaratives spécifiques préconisée par le CDJ en cas de prise de position publique par un « *activiste* »

Bien qu'il n'apparaisse pas favorable à un abaissement du seuil légal de déclaration obligatoire, le CDJ suggère d'« *imposer des obligations de transparence aux investisseurs ayant pris des positions publiquement, directement ou indirectement, en vue d'influencer la stratégie, la situation financière ou la gouvernance d'un émetteur* ». L'élément déclencheur d'une obligation déclarative spécifique ne serait donc pas le dépassement d'un seuil de détention donné, mais le fait pour un « *activiste* » d'avoir « *pris position publiquement* », en formulant des « *critiques substantielles* » à l'égard d'un émetteur²¹.

Le CDJ préconise que, dans une telle hypothèse, « *l'activiste* » concerné soit contraint de « *déclarer notamment ses niveaux de participation, le type de titres détenus, et son*

¹⁹ Directive 2004/109/CE du Parlement européen et du Conseil du 15 décembre 2004 sur l'harmonisation des obligations de transparence concernant l'information sur les émetteurs dont les valeurs mobilières sont admises à la négociation sur un marché réglementé – cf. article 9

²⁰ Cf. sur ce point le rapport CDJ (page 28), qui souligne qu'« *un abaissement généralisé des seuils légaux de déclaration de franchissement de seuil et de déclaration d'intention pourrait décourager bon nombre d'investisseurs, y compris passifs. Pour tous les investisseurs, cela risquerait de les conduire à réduire leur investissement pour alléger les coûts liés aux déclarations* ».

²¹ Le CDJ indique à cet égard que « *les positions publiques visées correspondraient aux critiques substantielles de la part d'un activiste qui milite pour une alternative et ne concerneraient donc pas l'hypothèse où un investisseur institutionnel publie le sens de son vote pour chaque résolution avant l'assemblée générale ou une simple déclaration de politique générale* » - rapport CDJ, page 29.

éventuelle couverture », tout en étant tenu de mettre à jour les informations ainsi déclarées « en fonction de l'évolution de la campagne »²².

Une telle mesure apparaît éminemment inopportune, en ce qu'elle serait génératrice d'une insécurité juridique considérable, puisque le fait générateur de l'obligation déclarative ainsi préconisée reposerait, non pas sur des critères objectifs de détention, mais sur des éléments d'appréciation particulièrement flous et, par définition, subjectifs, quant à la dimension « critique » ou non d'une prise de position publique. L'on ne voit en effet pas comment une distinction claire et objective pourrait être opérée entre, d'une part, une prise de position publique « non substantiellement critique » (et donc non génératrice d'obligations déclaratives particulières selon la recommandation du CDJ), et, d'autre part, une prise de position publique procédant d'une « critique substantielle » de l'émetteur concerné (avec pour conséquence, selon la recommandation du CDJ, l'application d'obligations déclaratives comparables à celles imposées en cas de franchissement de seuils).

L'on peut au demeurant sérieusement s'interroger sur la valeur de l'argument avancé par le CDJ selon lequel, à la différence d'un abaissement généralisé des seuils légaux, la mesure proposée « aurait le mérite de ne pas contraindre l'ensemble des investisseurs », dès lors que, par hypothèse, tout investisseur – y compris un investisseur institutionnel – est susceptible d'adopter une position critique à l'égard de l'émetteur, et donc d'être assujetti à l'obligation déclarative préconisée par le CDJ, dans l'hypothèse où sa position critique serait rendue publique (sans qu'il soit d'ailleurs nécessairement à l'initiative d'une telle publicité).

L'on notera à cet égard que l'insécurité juridique inhérente à un tel régime de « transparence renforcée » serait d'autant plus grande si, comme le suggère le CDJ, la notion de « prise de position publique » devait inclure « les situations dans lesquelles les positions de l'investisseur ont été diffusées publiquement, en particulier par voie de presse »²³. Un investisseur pourrait ainsi se trouver assujetti malgré lui à des obligations déclaratives aussi coûteuses que contraignantes – et dont le non-respect pourrait donner lieu à sanctions – sans même avoir été à l'origine de la diffusion « par voie de presse » de sa supposée position critique. Il est en effet tout à fait plausible qu'un « activiste » ne soit pas la source de l'article de presse relayant sa supposée position critique. Le régime proposé par le CDJ pourrait d'ailleurs être instrumentalisé par certains émetteurs à qui il suffirait d'inciter un journaliste à publier un article sur les prétendues positions critiques d'un « activiste » (article qui pourrait, dans le même temps, relayer une contre-critique), afin de contraindre ce dernier à devoir révéler « ses niveaux de participation, le type de titres détenus, et son éventuelle couverture », voire l'identité du « bénéficiaire ultime » de sa participation.

Une telle insécurité juridique et les effets pervers auxquels elle pourrait donner lieu – certains émetteurs pouvant être tentés d'exploiter le régime déclaratoire proposé pour

²² Recommandation n°1 du rapport CDJ - cf. pages 27 et s.

²³ Rapport CDJ, page 28

connaître jusqu'à l'identité des porteurs de parts de fonds activistes, ce qui constituerait naturellement une atteinte parfaitement injustifiée à la protection de la vie privée des investisseurs –, nuiraient gravement à l'attractivité de la place.

Par ailleurs, il va de soi que, compte tenu des coûts d'adaptation et contraintes opérationnelles inhérents aux obligations déclaratives additionnelles qui s'imposeraient aux investisseurs en cas de diffusion publique de leur position critique, la mesure préconisée aurait inmanquablement pour effet de dissuader l'ensemble des investisseurs de toute velléité d'adopter une position critique à l'égard des émetteurs.

Or, une telle entrave à la liberté d'expression actionnariale serait aussi disproportionnée qu'injustifiée, et porterait substantiellement atteinte à l'intégrité du marché français, puisqu'elle témoignerait d'un recul particulièrement néfaste de la démocratie actionnariale.

L'effet excessivement inhibant de la recommandation portée par le CDJ apparaît en outre radicalement contraire à la volonté du législateur européen de promouvoir un engagement et une implication accrus des actionnaires dans la gouvernance des entreprises²⁴.

Sur l'obligation de déclaration préalable de la « qualité d'actionnaire activiste » préconisée par l'AFEP

Aux termes de son rapport, l'AFEP propose « *d'imposer aux actionnaires préparant le lancement d'une campagne auprès d'investisseurs en vue d'influer sur leur stratégie d'investissement ou leur vote ou la publication d'un White Paper, de déclarer au préalable à la société concernée leur qualité d'actionnaire activiste* ». Cette déclaration devrait, selon l'AFEP, être accompagnée de la publication, par l'actionnaire concerné, de l'ensemble de ses positions sur les titres de l'émetteur concerné, et conduire à l'application « *d'un certain nombre d'obligations complémentaires* », parmi lesquelles celle pour l'actionnaire « *d'informer la société de toute évolution de sa position à la hausse ou à la baisse dès lors qu'elle dépasse 1 %* »²⁵.

L'AFEP préconise en outre que toute violation des obligations auxquelles seraient ainsi assujettis les « *actionnaires activistes* » fasse l'objet de sanctions pécuniaires, et entraîne une privation des droits de vote, ou encore l'interdiction de déposer des projets de résolution pendant une période donnée.

²⁴ Cf. notamment le considérant n°14 de la *Directive 2017/828 du 17 mai 2017 modifiant la directive 2007/36/CE en vue de promouvoir l'engagement à long terme des actionnaires*, qui souligne que « *L'engagement concret et durable des actionnaires est l'une des pierres angulaires du modèle de gouvernance des sociétés cotées, qui repose sur l'équilibre des pouvoirs entre les différents organes et les différentes parties prenantes. Une plus grande implication des actionnaires dans la gouvernance d'entreprise est un des leviers pouvant contribuer à améliorer les performances tant financières que non financières des sociétés* ».

²⁵ Rapport AFEP, pages 9 et s.

Cette proposition appelle, *mutatis mutandis*, les mêmes critiques que celles relatives aux recommandations précitées du rapport WD et du rapport CDJ tendant à l'instauration de nouvelles obligations déclaratives qui ne répondent en fait à aucune justification valable.

Elle est d'autant plus critiquable qu'elle apparaît clairement dictée par la volonté de paralyser *ab initio* toute forme d'activisme, là encore en contrariété totale avec la volonté du législateur européen de favoriser l'engagement actionnarial. Il s'agirait en effet de soumettre tout actionnaire susceptible d'adopter une position un tant soit peu critique à des contraintes réglementaires et opérationnelles exorbitantes²⁶, l'effet dissuasif d'une telle entrave étant décuplé par le risque de voir le moindre écart lourdement sanctionné.

Sur l'application d'un mécanisme de « put up or shut up » destiné à contraindre un actionnaire à se déclarer publiquement en cas de « rumeurs de préparation d'une campagne activiste »

Le CDJ suggère d'instaurer un mécanisme de *put up or shut up* s'inspirant de celui prévu pour les rumeurs de préparation d'une offre publique²⁷.

Il s'agirait « d'imposer à l'actionnaire d'avoir à se déclarer publiquement dès lors qu'il a contacté un certain nombre d'investisseurs et qu'il y a des rumeurs de préparation d'une campagne activiste », le CDJ estimant que l'AMF pourrait se fonder à cette fin sur l'article 223-6, al. 1^{er} du RGAMF selon lequel « toute personne qui prépare, pour son compte, une opération financière susceptible d'avoir une incidence significative sur le cours d'un instrument financier ou sur la situation et les droits des porteurs de cet instrument financier doit, dès que possible, porter à la connaissance du public les caractéristiques de cette opération »²⁸.

Pour justifier sa recommandation en ce sens, le CDJ fait valoir que « la notion d'opération financière [au sens de l'article 223-6 RGAMF] est suffisamment large pour appréhender l'hypothèse d'une prise de participation minoritaire suivie d'une campagne activiste ».

Cette analyse est cependant éminemment contestable.

L'on ne saurait en effet assimiler une « campagne activiste » menée par un actionnaire minoritaire à une « opération financière susceptible d'avoir une incidence significative sur le cours d'un instrument financier ou sur la situation et les droits des porteurs de cet

²⁶ Au titre des autres « obligations complémentaires » que l'AFEP souhaiterait voir imposer aux « actionnaires activistes » à qui il appartiendrait de se déclarer comme tels, figurent notamment celles de « s'abstenir de communiquer publiquement pendant les périodes de silence (*quiet period*) », de « s'abstenir de communiquer publiquement sur tout sujet qui n'aurait pas fait l'objet d'un dialogue préalable avec la société », ou encore l'obligation de « faire preuve de transparence vis-à-vis de la société quant aux informations que l'activiste divulgue aux autres actionnaires ». Ces préconisations sont successivement et spécifiquement abordées ci-après.

²⁷ Articles 223-32 et s. du RGAMF

²⁸ Recommandation n°1 du rapport CDJ - cf. page 29

instrument financier » au sens de l'article 223-6 du RGAMF précité, ne serait-ce que dans la mesure où :

- le simple fait d'exprimer une position critique à l'égard d'un émetteur dans le cadre d'une « *campagne* » ne saurait bien évidemment pas être assimilé à une « *opération financière* », pas plus que la préparation d'une campagne activiste ne saurait s'apparenter de quelque manière que ce soit à la préparation d'une offre publique d'acquisition, tant l'objet et les effets respectifs de l'une et de l'autre diffèrent radicalement²⁹ ;
- par définition, le lancement d'une « *campagne activiste* » par un actionnaire intervient après que celui-ci a pris une participation au capital de l'émetteur concerné, et l'« *opération financière* » que constitue cette prise de participation n'est pas consubstantielle de la campagne pouvant être engagée ex post ;
- l'on peut d'ailleurs parfaitement envisager qu'un actionnaire adopte une position « *activiste* » plusieurs années après être entré au capital de l'émetteur concerné³⁰ ;
- de même, l'on peut parfaitement envisager qu'une prise de participation minoritaire par un fonds activiste ne soit suivie d'aucune « *campagne* ».

Au demeurant, à suivre l'interprétation particulièrement extensive de la notion d'« *opération financière susceptible d'avoir une incidence significative sur le cours* » sur laquelle repose la recommandation du CDJ, tout fonds activiste, et plus généralement tout investisseur susceptible d'adopter une position critique à l'égard de l'émetteur une fois son investissement réalisé, pourrait être contraint de « *se déclarer publiquement* » avant même de prendre une participation au capital d'un émetteur, sur la seule base de la « *rumeur* » entourant son éventuelle prise de participation.

Il convient de relever en outre que le mécanisme préconisé par le CDJ aboutirait en pratique à précipiter la diffusion publique de la position critique portée par les fonds activistes. Or, un tel résultat apparaît parfaitement antinomique avec les recommandations – formulées par ailleurs par le CDJ et par l'ensemble des Rapports – tendant à favoriser le dialogue privé avec l'émetteur préalablement à toute prise de position publique, voire à interdire aux fonds activistes de communiquer publiquement sur tout sujet qui n'aurait pas fait l'objet d'un dialogue préalable avec l'émetteur³¹.

Les justifications avancées par le CDJ au soutien de ses préconisations tendant à l'instauration de nouvelles obligations déclaratives³² – à savoir qu'il s'agirait simplement de

²⁹ Par hypothèse, un activiste n'a pas vocation à prendre le contrôle de l'émetteur visé par sa campagne, mais n'a au contraire vocation qu'à détenir une participation minoritaire. A cet égard, l'approche d'un actionnaire activiste apparaît diamétralement opposée à celle de l'auteur d'une (potentielle) offre publique d'acquisition.

³⁰ Ce fut notamment le cas s'agissant du fonds TCI, qui était actionnaire de Safran depuis cinq ans lorsqu'il s'engageât activement contre le projet de fusion de Safran avec Zodiac Aerospace en février 2017 (cf. rapport WD, pages 26 et s.).

³¹ Ce que préconise notamment l'AFEP aux termes de son rapport.

³² Recommandation n°1 du rapport CDJ – cf. page 4 supra

soumettre à de telles obligations les investisseurs qui auraient pris l'initiative de s'exprimer publiquement, de sorte que « *cette transparence nouvelle se contenterait de compléter le contenu de la communication publique dont [l'activiste concerné] est à l'origine* » – apparaissent au demeurant perdre tout leur sens dès lors que le CDJ préconise dans le même temps l'instauration d'un mécanisme qui contraindrait malgré eux les investisseurs à s'exprimer publiquement, à raison de simples « *rumeurs de préparation d'une campagne activiste* » auxquelles ils pourraient être totalement étrangers.

Dans l'ensemble, il est particulièrement regrettable que le CDJ préconise une application extensive des dispositions du RGAMF prévoyant un « *dispositif anti-rumeur* » en matière d'offres publiques, alors même que ces dispositions sont d'ores et déjà critiquées à raison des incertitudes et de l'insécurité juridique qu'elles génèrent³³.

En définitive, l'application d'un mécanisme de « *put up or shut up* » aux actionnaires soupçonnés de préparer une « *campagne activiste* » n'apparaît répondre à aucune nécessité ni aucune justification valable.

L'instauration d'un tel mécanisme est d'autant moins souhaitable qu'elle pourrait *in fine* conduire à une instrumentalisation du dispositif par les émetteurs, à qui il suffirait de propager une « *rumeur* » de préparation de campagne activiste pour tenter de neutraliser un actionnaire suspecté de vouloir mener une telle campagne.

Sur l'obligation de communiquer les documents adressés en privé à d'autres actionnaires

Le CDJ préconise que « *durant une campagne publique, l'activiste publie tous les documents qu'il adresse en privé à d'autres actionnaires* »³⁴.

Dans le même sens, l'AFEP estime qu'il conviendrait d'imposer à tout activiste de « *faire preuve de transparence vis-à-vis de la société quant aux informations [qu'il] divulgue aux autres actionnaires* »³⁵, et Paris Europlace considère qu'en cas de campagne publique, l'émetteur concerné devrait être en droit « *d'exiger de l'auteur de la communication [...] la transmission de tout document non public qui aurait pu être communiqué à ses actionnaires* »³⁶.

³³ Cf. notamment Lamy Droit du financement 2019, §2235 : « La formulation du texte [de l'article 223-32 RGAMF] engendre bien des incertitudes, tant en ce qui concerne la définition du fait générateur de l'obligation déclarative que l'articulation entre ce pouvoir reconnu à l'AMF, et à sa seule initiative, de partir en quête d'informations et le devoir d'information permanente, mûtiné d'une faculté de différé pour raison de confidentialité, auquel l'article 223-6 du règlement général de l'AMF soumet "« toute personne qui prépare, pour son compte, une opération financière susceptible d'avoir une incidence significative sur le cours d'un instrument financier ou sur la situation et les droits des porteurs de cet instrument financier »", au premier rang desquelles figurent logiquement les OPA ».

³⁴ Recommandation n°2 du rapport CDJ - cf. page 37

³⁵ Rapport AFEP, page 10

³⁶ Rapport Paris Europlace, pages 4 et 5

Il faut relever d'emblée que ces préconisations reposent sur le postulat aussi contestable qu'inexact d'une « *inégalité des armes* » en défaveur de l'émetteur (cf. infra, pages 10 et s.). Cette seule circonstance doit conduire à s'interroger sur la justification même de ces préconisations.

Au demeurant, si une telle obligation de communication devait se revendiquer d'un principe d'égalité de traitement de l'information, il conviendrait d'imposer réciproquement aux émetteurs de communiquer au marché l'ensemble des documents (études financières, consultations juridiques...) sur la base desquels ils fonderaient leur réplique aux campagnes dont ils feraient l'objet. A défaut, la mesure préconisée ne ferait qu'aggraver l'asymétrie qu'elle prétend résoudre.

Quoi qu'il en soit, conférer à l'émetteur (et donc à ses dirigeants) le droit d'exiger d'un actionnaire la communication d'informations – et ce à peine de privation des droits de vote de l'actionnaire concerné ou d'interdiction de déposer des projets de résolutions pendant une période donnée, si l'on devait suivre les recommandations de l'AFEP³⁷ ou de Paris Europlace³⁸ – procéderait d'une conception pour le moins curieuse du rapport entre les mandataires sociaux et les actionnaires, où il appartiendrait à ces derniers de rendre des comptes aux mandataires et non l'inverse.

Une telle obligation de communication pourrait en outre être particulièrement nuisible à la qualité du dialogue actionnarial privé – que l'ensemble des Rapports entendent pourtant favoriser –, en ce qu'elle dissuaderait les activistes de communiquer dans ce cadre certains éléments qu'ils estimeraient utiles au débat mais dont la communication publique ne serait pas souhaitable.

La mesure aurait des effets d'autant plus inhibants et donc indésirables si elle devait s'accompagner de l'extension systématique, à toute communication émanant d'un investisseur activiste, de la réglementation applicable à la diffusion de recommandations d'investissement, telle que la préconise le CDJ (cf. infra).

Dans l'ensemble, rien n'apparaît donc justifier qu'un activiste soit tenu d'une quelconque obligation de communication des documents adressés en privé à d'autres actionnaires, sauf à vouloir obstruer artificiellement son action.

Sur le devoir pour un activiste « d'expliquer dans quelle mesure son approche intègre, pour la société, son intérêt social, en prenant en considération les enjeux sociaux et environnementaux de son activité »

Là encore, cette préconisation, portée par le CDJ³⁹, procède d'une curieuse inversion des rôles dans les rapports entre actionnaires et émetteurs.

³⁷ Cf. rapport AFEP, page 11

³⁸ Cf. rapport Paris Europlace, page 5

³⁹ Recommandation n°2 du rapport CDJ – cf. pages 37 et 38

Une telle obligation apparaît en outre particulièrement superflue dès lors que :

- les sociétés de gestion de fonds activistes sont, comme toutes sociétés de gestion, d'ores et déjà tenues d'élaborer et de publier une politique d'engagement actionnarial, ainsi qu'un compte-rendu de la mise en œuvre de cette politique⁴⁰ ;
- le Règlement (UE) n°2016/2341 sur la publication d'informations relatives aux investissements durables et aux risques en matière de durabilité impose par ailleurs aux « *acteurs de marché* » de publier « *des politiques écrites sur l'intégration des risques en matière de durabilité dans la prise de décision en matière d'investissement* »⁴¹.

Au demeurant, l'on peut raisonnablement supposer qu'imposer aux « activistes » de devoir se justifier de la sorte à l'égard de l'émetteur conduirait inmanquablement les dirigeants à instrumentaliser cette obligation de « *reddition de comptes* » pour tenter de détourner l'attention de la critique portée par les activistes, et contester artificiellement la légitimité de leur action.

2. SUR LES RECOMMANDATIONS CENSEES CONTRIBUER A L'AMELIORATION DU DIALOGUE ACTIONNARIAL

Sur les préconisations tendant à soumettre toute « *campagne activiste* » à une consultation préalable de l'émetteur

Chacun des Rapports formule des recommandations tendant à contraindre tout investisseur envisageant de lancer une « *campagne activiste publique* » à soumettre au préalable à l'émetteur concerné les informations sur la base desquelles il entend mener « *campagne* ».

Le rapport WD recommande ainsi de « *permettre à une société faisant l'objet d'une campagne publique la mettant en cause d'être récipiendaire des informations substantielles qui sont communiquées à ses actionnaires sur ce sujet par l'activiste à l'origine de la campagne* »⁴². Le CDJ préconise pour sa part de rendre systématique une « *démarche de dialogue préalable au lancement d'une campagne activiste publique* », considérant qu'« *avant 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* »⁴³. Quant à l'AFEP, elle entend voir « *imposer aux actionnaires préparant le lancement d'une campagne* » l'obligation de « *s'abstenir de communiquer publiquement sur tout sujet qui n'aurait pas fait l'objet d'un*

⁴⁰ Articles L. 533-22 et R.533-16 du Code monétaire et financier

⁴¹ Cette obligation ayant été précisée par l'article L. 533-22-1 du Code monétaire et financier prévoyant notamment que les sociétés de gestion de portefeuille publient « *une information sur les risques associés au changement climatique ainsi que sur les risques liés à la biodiversité* ».

⁴² Recommandation n°5 du rapport WD

⁴³ Recommandation n°7 du rapport CDJ

dialogue préalable avec la société »⁴⁴. Dans le même sens, Paris Europlace recommande de « *mettre à la charge des titulaires de positions longues et courtes qui déclenchent une campagne publique, l'obligation d'informer en temps utile l'émetteur des éléments essentiels de la communication à venir* »⁴⁵.

La principale justification avancée au soutien de ces préconisations repose sur l'idée selon laquelle il conviendrait de « *réduire l'asymétrie de communication et d'information entre fonds activistes et sociétés cotées* »⁴⁶, de « *rééquilibrer les rapports émetteurs-activistes* »⁴⁷, ou encore de « *rétablir un level playing field* »⁴⁸.

Or, ce postulat d'un déséquilibre ou d'une « *asymétrie* » en défaveur de l'émetteur est fondamentalement erroné.

S'il existe bien un déséquilibre ou une asymétrie d'information entre les émetteurs et les fonds activistes, c'est clairement en défaveur de ces derniers, et l'on ne saurait sérieusement considérer les émetteurs comme la partie lésée en la matière, sauf à perdre totalement de vue que :

- les émetteurs, en la personne de leurs dirigeants, sont par construction dans une position privilégiée par rapport aux actionnaires, puisqu'ils détiennent directement et en temps réel l'ensemble des informations relatives à la gestion, aux performances et à la stratégie de l'entreprise (sujets qui sont au cœur des « *campagnes activistes* ») ;
- les fonds activistes, comme l'ensemble des investisseurs et du marché, sont quant à eux tributaires de la communication réalisée par l'émetteur en la matière, et n'ont connaissance de ces informations qu'*ex post* ;
- en dépit des contraintes réglementaires auxquelles ils sont soumis en tant que tels, les émetteurs bénéficient en fait d'une marge d'appréciation substantielle dans la maîtrise de leur politique de communication⁴⁹ ;
- les émetteurs disposent en outre d'un nombre considérable d'éléments et d'informations « *annexes* » à celles communiquées au marché, telles que, par exemple, les études juridiques, économiques ou financières ayant servi à l'élaboration d'un plan stratégique ou à la préparation d'une opération susceptibles de faire l'objet des critiques d'un investisseur « *activiste* » une fois annoncés au

⁴⁴ Rapport AFEP, pages 9 et s.

⁴⁵ Rapport Paris Europlace, page 9

⁴⁶ Cf. rapport WD, pages 63 et s.

⁴⁷ Cf. rapport CDJ, page 29

⁴⁸ Cf. rapport AFEP, page 9

⁴⁹ En ce compris s'agissant des informations privilégiées, dont les émetteurs peuvent décider de différer la communication conformément à l'article 223-6 du règlement AMF

marché – de sorte que les émetteurs sont au besoin parfaitement à même d’apporter aisément et rapidement une réponse étayée à la critique portée par les fonds activistes – lesquels ne disposent quant à eux que d’informations publiques ;

- les fonds activistes n’ont par ailleurs qu’une connaissance très approximative de l’actionnariat des émetteurs.

Au-delà de l’évident avantage informationnel dont ils bénéficient, les émetteurs disposent de moyens financiers considérables pour s’allouer les services d’une multitude de conseils juridiques et de communicants qui pourront les assister afin de réagir efficacement aux « campagnes » activistes dont ils sont susceptibles de faire l’objet. L’ampleur des ressources financières et humaines pouvant être mobilisées par les émetteurs en réaction à une « campagne » contribue ainsi largement à compenser « l’asymétrie concernant les règles de communication financière qui ne s’appliquent pas aux activistes » mise en avant comme justifiant la prétendue nécessité de « rétablir un level playing field » au profit des émetteurs⁵⁰.

Le postulat erroné d’une infériorité informationnelle de l’émetteur, ou encore l’idée préconçue selon laquelle les émetteurs souffriraient d’un handicap dans leurs rapports avec les actionnaires compte tenu d’une asymétrie liée aux règles de communication financière qui leur sont applicables, ne sauraient donc justifier que l’on impose aux actionnaires une obligation d’information préalable au lancement de toute « campagne activiste ».

Il faut par ailleurs relever que les mesures préconisées apparaissent répondre au souci des émetteurs de pouvoir mieux appréhender la propagation de la position critique d’un activiste auprès des autres actionnaires (avant même que cette position critique ne soit rendue publique), et présupposent la nécessité d’un rééquilibrage au profit des émetteurs.

Or, là encore, les émetteurs bénéficient d’un avantage décisif en la matière, puisqu’ils ont une bien meilleure vision de la composition de leur actionnariat, étant dotés de moyens supérieurs d’identification des actionnaires significatifs⁵¹.

Rappelons en effet qu’ils sont seuls destinataires – et donc seuls à avoir connaissance – des déclarations de franchissement de seuils statutaires⁵². Un auteur a ainsi fait observer à cet

⁵⁰ Cf. rapport AFEP, page 9

⁵¹ Cf. A. Pietrancosta, *Position de l’Observatoire Européen du Droit Financier sur l’activisme actionnarial*, 23 décembre 2019 : « La préconisation ne peut non plus se revendiquer de la volonté de pallier une asymétrie d’information entre émetteurs et investisseurs, les premiers étant généralement dotés de moyens supérieurs d’identification des actionnaires significatifs, à travers notamment l’inscription dans leurs statuts d’obligations de déclarations de franchissements de seuils statutaires. »

⁵² Déclarations que rien n’oblige l’émetteur à communiquer – l’Association Nationale des Sociétés par Actions (ANSA) ayant d’ailleurs fait savoir qu’elle estimait que l’information relative aux franchissements de seuils statutaires n’a pas à figurer dans le rapport de gestion, et que la société n’est pas tenue de donner l’identité des actionnaires ayant franchi un seuil statutaire en cas de demande d’un actionnaire lors de l’assemblée générale (Bull. ANSA no 2509, juin-août 1990, p. 7 – cité in Dalloz, Répertoire de Droit des sociétés – Franchissement de seuil).

égard que « *seul le marché se trouve alors affecté d'une asymétrie d'information, ce qui pourrait poser la question de la nécessité pour lui d'avoir connaissance des déclarations de franchissements de seuils statutaires effectuées auprès de l'émetteur*⁵³ ».

Rappelons en outre que les émetteurs sont seuls habilités à obtenir auprès d'Euroclear la liste de leurs actionnaires inscrits au porteur chez les intermédiaires, via la procédure dite du "TPI" (titre au porteur identifiable)⁵⁴.

Cette asymétrie dans la connaissance de la composition de l'actionnariat – qui ne saurait être corrigée par la simple possibilité de consultation de la liste des actionnaires 15 jours avant toute assemblée générale⁵⁵ –, et la disparité de moyens d'identification de l'actionnariat significatif mais inférieur aux seuils de déclaration légale, explique d'ailleurs que le lancement d'une « *campagne publique* » soit bien souvent le seul moyen pour un fonds activiste de faire partager au plus grand nombre ses revendications, et donc de rééquilibrer le rapport de force vis-à-vis de l'émetteur, en particulier lorsque le capital de la société est éclaté entre une multitude d'actionnaires détenant une participation inférieure aux seuils légaux.

Outre l'absence de justification au regard d'une prétendue « *asymétrie* » en défaveur de l'émetteur, il apparaît particulièrement incohérent de vouloir imposer aux activistes une consultation de l'émetteur préalablement à toute « *campagne* » afin « *d'améliorer la qualité du dialogue*⁵⁶ », dans la mesure où :

- le lancement d'une « *campagne publique* » par un actionnaire fait quasi systématiquement suite à l'échec de (tentatives de) discussions privées préalablement engagées avec l'émetteur ;
- certains émetteurs ne se privent du reste pas d'opposer une fin de non-recevoir pure et simple aux demandes de dialogue de la part d'activistes, ou encore de leur interdire l'accès aux *road shows* auxquels les actionnaires désignés comme activistes ne sont d'ailleurs pas conviés ;

⁵³ A. Pietrancosta, *Position de l'Observatoire Européen du Droit Financier sur l'activisme actionnarial préc.*

⁵⁴ Cf. article L. 228-3 du Code de commerce – v. également les articles L. 228-3-1 à L. 228-3-4.

⁵⁵ Cf. sur ce point F. Peltier, RTDF N° 3 - 2019, *L'asymétrie de la connaissance de la géographie du capital entre les émetteurs et les actionnaires, le talon d'Achille des activistes : « l'égalité des armes n'est pas du tout assurée entre les émetteurs et les actionnaires qui souhaitent peser sur le sens des votes dans une assemblée qu'ils soient activistes ou pas. En effet les dispositions des articles L.225-116 et R.225-90 du code de commerce qui permettent la consultation de la liste des actionnaires 15 jours avant toute assemblée générale telle qu'arrêtée par la société ne permet pas de rétablir une asymétrie dans la connaissance de la géographie du capital très défavorable pour les actionnaires ». Les fonds activistes n'auraient aucune possibilité réelle d'exposer efficacement leur thèse d'investissement aux autres actionnaires et de les convaincre d'y adhérer s'ils ne disposaient que du délai de 15 jours précédant l'assemblée générale pour ce faire, alors que l'ensemble des politiques de vote sont arrêtées et diffusées bien en amont.*

⁵⁶ Rapport CDJ, page 42

- contraindre à outrance les activistes au dialogue privé avec les émetteurs pourrait accroître le risque lié à l'échange d'éventuelles informations privilégiées dans ce cadre⁵⁷.

Quoi qu'il en soit, rien ne justifie que les fonds activistes soient soumis à une quelconque obligation de consultation préalable des émetteurs : alors qu'il n'est absolument pas avéré qu'elle favoriserait un dialogue constructif, compte tenu de la propension des émetteurs à réfuter en bloc les arguments des activistes, il est en revanche évident qu'une telle contrainte aurait pour seul effet de ralentir et donc d'entraver systématiquement l'action des fonds activistes.

Au regard de l'ensemble des éléments qui précèdent, il apparaît donc que, sous couvert de militer en faveur d'un renforcement du dialogue actionnarial et de remédier à une « *inégalité des armes* » qui n'existe en fait qu'au profit des émetteurs, les mesures préconisées afin de soumettre toute « *campagne activiste* » à une consultation préalable de l'émetteur sont aussi inadaptées qu'inopportunes, et ne semblent destinées qu'à répondre à la volonté de certains émetteurs de neutraliser toute contestation publique de leur gouvernance ou de leur stratégie, aussi critiquables soient-elles.

Sur l'interdiction de communications au cours des « *quiet periods* »

Le CDJ estime qu'« *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* »⁵⁸. L'AFEP suggère également d'imposer aux « *actionnaires activistes* » l'obligation de « *s'abstenir de communiquer publiquement pendant les périodes de silence (quiet period)* »⁵⁹.

Là encore, il s'agirait de remédier à une forme d'inégalité des armes entre activistes et émetteurs que subiraient ces derniers.

Il faut cependant rappeler que rien n'interdit aux émetteurs de communiquer durant les « *quiet period* », comme le relève d'ailleurs le CDJ dans son rapport.

L'AMF souligne au demeurant que la période d'« *embargo* » à laquelle peuvent s'astreindre les émetteurs préalablement à l'annonce de leurs résultats ne les dispense absolument pas de leur obligation « *de fournir au marché des informations sur tout fait relevant de l'obligation d'information permanente* »⁶⁰.

⁵⁷ Sur ce point, cf. A. Gaudemet, *Activisme actionnarial : le débat ne se joue pas où l'on croit*, BJB nov. 2019, n° 118s3, p. 64

⁵⁸ Recommandation n°3 du rapport CDJ, pages 34 et s.

⁵⁹ Rapport AFEP, page 10

⁶⁰ AMF - Guide de l'information permanente et de la gestion de l'information privilégiée, Position - Recommandation DOC-2016-08

A *fortiori*, rien n'interdit donc aux émetteurs d'apporter, le cas échéant, la contradiction à une campagne dont ils pourraient faire l'objet de la part d'un actionnaire activiste au cours d'une « *quiet period* ».

Dans ces conditions, il apparaîtrait particulièrement disproportionné et injustifié de contraindre les activistes au silence, et d'entraver ainsi radicalement leur liberté d'expression et d'action, à plus forte raison dans la mesure où les émetteurs ont toute latitude pour définir la durée des « *quiet periods* » qu'ils s'imposent eux-mêmes – et pourraient donc être tentés d'allonger au maximum ces périodes si elles étaient assorties d'une interdiction de toute expression actionnariale contestataire.

L'on observera d'ailleurs que le rapport WD préconise en la matière d'affiner la doctrine de l'AMF afin d'« *intégrer, dans des conditions précises, la possibilité pour une société cotée de se défendre rapidement et à tout moment face à des accusations portées par un fonds activiste*⁶¹ », preuve s'il en est que les éventuelles difficultés liées aux « *quiet periods* » – à supposer que de telles difficultés existent réellement – peuvent en tout état de cause être résolues sans qu'il soit porté atteinte à la liberté d'expression actionnariale.

3. SUR LES RECOMMANDATIONS TENDANT A L'APPLICATION CATEGORIELLE AUX « ACTIVISTES » DE LA REGLEMENTATION RELATIVE AUX RECOMMANDATIONS D'INVESTISSEMENT ET A LA SOLLICITATION ACTIVE DE MANDATS

Sur les préconisations tendant à soumettre d'office les « *activistes* » au cadre réglementaire applicable à la diffusion de recommandations d'investissement

Le rapport CDJ préconise d'encadrer les « *campagnes activistes* » par des règles comparables à celles prévues par le Règlement délégué (UE) du 9 mars 2016 relatif aux recommandations d'investissement⁶² (ci-après « *Règlement délégué (UE)* »), « *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* »⁶³. L'AFEP propose également de soumettre « *la communication publique de l'actionnaire activiste* » à des principes inspirés du Règlement délégué (UE)⁶⁴.

⁶¹ Recommandation n°6 du rapport WD, pages 64 et 65

⁶² Règlement délégué (UE) n° 2016/958 du 9 mars 2016 complétant le règlement (UE) n° 596/2014 du Parlement européen et du Conseil par des normes techniques de réglementation définissant les modalités techniques de présentation objective de recommandations d'investissement ou d'autres informations recommandant ou suggérant une stratégie d'investissement et la communication d'intérêts particuliers ou de l'existence de conflits d'intérêts (ci-après « Règlement délégué (UE) »)

⁶³ Recommandation n°2 du rapport CDJ - cf. pages 30 et s.

⁶⁴ Rapport AFEP, page 10 - l'AFEP préconise en ce sens l'introduction dans le RGAMF de règles imposant :

- « *la divulgation de l'identité de l'activiste et de certaines informations relatives aux personnes responsables au sein de celui-ci* » ;
- que « *la communication [soit] présentée de manière claire et précise et d'une manière qui n'induit pas en erreur les investisseurs ou le public ; en particulier, les faits devraient être clairement distingués des interprétations, estimations, opinions et autres types d'informations non factuelles et toutes les sources*

Rappelons que la notion de « *recommandations d'investissement* » est définie par le Règlement (UE) sur les abus de marché comme « des informations recommandant ou suggérant une stratégie d'investissement⁶⁵, explicitement ou implicitement, concernant un ou plusieurs instruments financiers ou les émetteurs, y compris toute opinion émise sur le cours ou la valeur actuel(le) ou futur(e) de ces instruments, destinées aux canaux de distribution⁶⁶ ou au public⁶⁷ ».

La qualification de « *recommandations d'investissement* » emporte l'assujettissement à des obligations spécifiques prévues par le Règlement délégué (UE), concernant la présentation des recommandations et la révélation des intérêts ou des conflits d'intérêts.

Ces obligations sont en substance destinées à garantir la fiabilité et l'objectivité des recommandations d'investissement diffusées par des acteurs (analystes indépendants, conseils en investissement...) dont on peut supposer par hypothèse la neutralité et l'impartialité, raison pour laquelle le Règlement délégué (UE) impose notamment aux auteurs de « *recommandations d'investissement* » de révéler les positions qu'ils pourraient détenir au capital des émetteurs auxquels se rapportent leurs recommandations.

Ceci étant rappelé, l'idée selon laquelle la communication des fonds activistes devrait être soumise à des règles analogues à celles du Règlement délégué (UE) sur les recommandations d'investissement peut d'emblée surprendre, dans la mesure où :

devraient être indiquées clairement ; les bases d'évaluation et méthodes et hypothèses sous-jacentes devraient être explicitées » ;

- de mentionner « *les intérêts ou les conflits d'intérêts de l'actionnaire, y compris ceux de toute personne avec laquelle l'actionnaire est étroitement associé* » ;
- de communiquer « *toute relation ou toute circonstance dont on peut raisonnablement penser qu'elle pourrait nuire à l'objectivité des informations* », et ce « *afin de garantir la possibilité d'évaluer l'objectivité et la fiabilité des informations* » ;
- à « *l'actionnaire [de] répondre à toute demande de l'AMF sur sa communication* ».

⁶⁵ Les « *informations recommandant ou suggérant une stratégie d'investissement* » sont, au sens de l'article 3-34 du Règlement (UE) sur les abus de marché, des informations « (i) 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 dans le cadre d'un contrat de travail ou autre, qui, directement ou indirectement, formule une proposition d'investissement déterminée concernant un instrument financier ou un émetteur ; ou (ii) produites par d'autres personnes que celles visées au point i), qui proposent directement une décision d'investissement déterminée concernant un instrument financier ».

⁶⁶ Par « canal de distribution », il faut entendre « *tout mode de diffusion, par lequel l'information est mise à la disposition du public, ou susceptible de l'être, du fait qu'un grand nombre de personnes y ont accès. Entrent dans cette catégorie les recommandations à caractère général, diffusées de manière impersonnelle, dans un journal, magazine ou toute autre publication destinée au grand public (y compris sur internet) ou dans le cadre d'une émission de télévision ou de radio* » (DOC-2008-23-AMF - Questions-réponses sur l'exercice du service d'investissement de conseil en investissement)

⁶⁷ Règlement (UE) N° 596/2014 du 16 avril 2014 sur les abus de marché, art. 3-35

- par définition, l'activité des fonds activistes ne consiste pas à diffuser des recommandations d'investissement – mais à définir et mettre en œuvre leurs propres stratégies d'investissement ;
- les positions qu'ils détiennent au capital de l'émetteur visé par leurs « *campagnes publiques* » sont parfaitement connues et constituent le fondement même de leur action et de leur communication – l'on voit mal en effet quel intérêt un fonds activiste aurait à dissimuler le fait qu'il détiendrait une position au capital de la société visée par sa communication publique.

Il apparaît à cet égard particulièrement incongru de vouloir imposer d'office aux fonds activistes des obligations spécifiques de révélation de conflits d'intérêts en lien avec leur participation au capital des émetteurs visés par leurs « *campagnes* », alors qu'ils tirent toute la légitimité de leur action de cette participation, et ont donc tout intérêt à la révéler.

Au surplus, il va de soi que les règles encadrant la diffusion des recommandations d'investissement n'ont pas été édictées afin de permettre aux émetteurs d'exiger de leurs actionnaires (activistes ou non) qu'ils leur rendent des comptes quant à la fiabilité de l'opinion que ces derniers se font de leur propre investissement.

En tout état de cause, rien ne paraît justifier l'introduction d'un « *cadre juridique s'inspirant en partie de celui mis en place pour les recommandations d'investissement des analystes financiers*⁶⁸ », ou l'édition de nouvelles règles qui auraient vocation à encadrer spécifiquement « *la communication publique de l'actionnaire activiste*⁶⁹ ».

Et si les éventuelles incertitudes quant à l'application du Règlement délégué (UE) aux « *white papers* » diffusés au public par certains activistes pourraient le cas échéant justifier une clarification de la part du régulateur français ou européen, elles ne sauraient en revanche nullement légitimer l'édition de nouvelles règles ayant vocation à s'appliquer systématiquement à toute communication émanant d'un fonds activistes.

Une telle approche catégorielle serait d'ailleurs elle-même génératrice d'une insécurité juridique intolérable, dans la mesure où la notion d'« *activisme* » désigne des pratiques et des acteurs si hétérogènes et variés que l'établissement d'une définition juridique claire de l'activisme relève de la gageure⁷⁰. Dans ces conditions, il apparaît d'autant plus injustifié et incohérent de vouloir soumettre d'office la communication de toute personne réputée avoir la qualité d'« *activiste* » à des exigences règlementaires particulières.

⁶⁸ Rapport CDJ, page 30

⁶⁹ Rapport AFEP, page 10

⁷⁰ Le rapport WD souligne d'ailleurs que « *la diversité des campagnes activistes rend très délicat et peu opérant l'établissement d'une définition juridique* », et écarte toute tentative d'établir une telle définition. Dans le même sens, le rapport CDJ fait le constat de ce que « *l'activisme actionnarial présente une telle diversité que sa délimitation est des plus ardues* ».

Il convient au demeurant de rappeler que, pour que leur démarche consistant à remettre en cause les performances ou la stratégie d'un émetteur puisse aboutir à des résultats concrets (e.g. renonciation à une opération envisagée ou revue de ses modalités, inflexion de la stratégie, modification de la gouvernance...), les activistes ont tout intérêt à agir spontanément en toute transparence quant à leurs positions et leurs intentions, et à appuyer le cas échéant leurs revendications sur des éléments (données, analyse financière...) les plus précis, étayés et fiables possibles.

A cet égard encore, les préconisations tendant à soumettre *a priori* toute « campagne activiste » à des exigences règlementaires comparables à celles applicables aux recommandations d'investissement n'apparaissent répondre à aucune justification valable.

Outre qu'elles tendent à entretenir de manière particulièrement regrettable l'idée selon laquelle les fonds activistes auraient recours à des pratiques opaques ou déloyales qu'il conviendrait d'encadrer spécifiquement, ces préconisations n'apparaissent dans l'ensemble dictées que par une volonté d'accroître artificiellement les contraintes règlementaires pesant sur les fonds activistes, dans le but ultime de dissuader ou d'entraver leur action.

En définitive, toute intervention éventuelle du régulateur français ou européen sur la question devrait nécessairement (i) rappeler que les règles régissant la diffusion au public de recommandations d'investissements n'ont *a priori* aucunement vocation à régir les relations entre actionnaires activistes et émetteurs, et plus généralement, (ii) prévenir tout risque d'instrumentalisation artificielle de la notion de « recommandation d'investissement » et des contraintes règlementaires qu'elle implique à des fins de neutralisation de toute forme d'activisme.

Sur l'application systématique aux « actionnaires activistes » de la réglementation applicable à la sollicitation active de mandats préconisée par le CDJ

Aux termes de son rapport, le CDJ propose une « extension de la réglementation sur la sollicitation active de mandats à la campagne activiste »⁷¹, qui consisterait à :

- soumettre à cette réglementation⁷² tout actionnaire « activiste » dont la campagne viserait « à fédérer les autres actionnaires sur sa thèse d'investissement pour obtenir des votes favorables en assemblée », quand bien même une telle démarche n'impliquerait pas la sollicitation active de mandats ;

⁷¹ Recommandation n°2 du rapport CDJ – cf. page 37

⁷² Prévus à l'article L. 225-106-2 du Code de commerce qui dispose : « Toute personne qui procède à une sollicitation active de mandats, en proposant 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 d'une société [cotée], rend publique sa politique de vote. Elle peut également rendre publiques ses intentions de vote sur les projets de résolution présentés à l'assemblée. Elle exerce alors, pour toute procuration reçue sans instructions de vote, un vote conforme aux intentions de vote ainsi rendues publiques. ». L'article R. 225-82-3 du Code de commerce précise les informations devant être contenues dans la politique de vote.

- appliquer également cette réglementation à l'« *actionnaire activiste 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 d'administration* », et lui imposer en conséquence de « *clarifier les motifs de son vote et de s'y conformer lors de l'assemblée générale* » ;
- imposer en outre à l'actionnaire ayant déposé des projets de résolution ou s'étant publiquement opposé à une résolution proposée par le conseil d'administration « *de gérer les conflits d'intérêts auxquels il serait exposé* » ; et
- plus largement, lui imposer d'« *indiquer toute relation ou toute circonstance dont on peut raisonnablement penser qu'elle pourrait nuire à l'objectivité des informations partagées, notamment les conflits d'intérêts potentiels de l'actionnaire par rapport à l'émetteur auquel se rapporte directement ou indirectement sa campagne* ».

Relevons d'emblée que ces préconisations sont, à de nombreux égards, radicalement contraires aux objectifs poursuivis et aux principes édictés aux termes de la Directive 2007/36 concernant l'exercice de certains droits des actionnaires de sociétés cotées – Directive transposée en droit interne par l'ordonnance n°2010-1511 du 9 décembre 2010 ayant créé l'article L. 225-106-2 du Code de commerce relatif à la sollicitation active de mandats.

D'une part, en imposant des contraintes spécifiques à certains actionnaires réputés « *activistes* » – du seul chef d'avoir déposé des projets de résolutions ou de s'être publiquement opposé à l'adoption d'une résolution proposée par le conseil d'administration –, la mesure tendrait à introduire un traitement différencié des actionnaires parfaitement contraire au principe d'égalité de traitement prévu à l'article 4 de la Directive 2007/36⁷³.

D'autre part, imposer à tout « *actionnaire activiste* » d'avoir à clarifier les motifs de son vote lors d'une assemblée générale, ou encore le contraindre à révéler à cette occasion « *les conflits d'intérêts auxquels il serait exposé* », alors même qu'il ne participerait à l'assemblée que pour son propre compte et n'assumerait aucune responsabilité fiduciaire à l'égard de quelque mandant que ce soit, constituerait une entrave parfaitement injustifiée à l'exercice des droits de l'actionnaire concerné, en contrariété totale avec la volonté du législateur européen de « *favoriser l'exercice souple et effectif des droits des actionnaires* » lors des assemblées⁷⁴.

L'application extensive de la réglementation sur la sollicitation active de mandats préconisée par le CDJ est d'autant plus critiquable qu'elle permettrait aux émetteurs

⁷³ L'article 4 de la Directive 2007/36, intitulé « *Égalité de traitement des actionnaires* », prévoit que « *la société veille à assurer l'égalité de traitement de tous les actionnaires qui se trouvent dans une situation identique en ce qui concerne la participation et l'exercice des droits de vote à l'assemblée générale* »

⁷⁴ Directive 2007/36, considérants 4 et 14.

d'instrumentaliser cette réglementation afin de neutraliser toute expression actionnariale contestataire lors des assemblées générales.

Il faut en effet rappeler que l'article L. 225-106-3 du Code de commerce :

- offre au mandant la faculté de solliciter d'un juge qu'il prive le mandataire du droit de participer en cette qualité à toute assemblée générale de la société concernée pour une durée pouvant aller jusqu'à trois ans, en cas de non-respect par le mandataire des obligations prévues par l'article L. 225-106-1 du Code de commerce afin de régler les situations de conflits d'intérêts ;
- ouvre en outre à l'émetteur une telle action en privation du droit du mandataire de participer en cette qualité aux assemblées générales en cas de non-respect de l'article L. 225-106-2 du Commerce, autrement dit dans l'hypothèse où le mandataire concerné serait réputé avoir procédé à la sollicitation active de mandats.

Dans ces conditions, appliquer d'office aux « *actionnaires activistes* » la réglementation sur la sollicitation active de mandat, comme le préconise le CDJ, exposerait systématiquement ces derniers au risque que l'émetteur à l'égard duquel ils auraient exprimé une position critique en assemblée générale se prévale des dispositions de l'article L. 225-106-3 du Code de commerce pour engager à leur encontre une action destinée à les priver du droit de participer – *a minima* en qualité de mandataire d'autres actionnaires – aux assemblées générales ultérieures.

Les émetteurs se trouveraient ainsi, de manière totalement artificielle, en mesure de priver les « *actionnaires activistes* » de la possibilité de participer aux assemblées générales en qualité de mandataires d'autres actionnaires adhérant à leur thèse d'investissement, et ce même dans l'hypothèse où ces derniers ne trouveraient rien à redire à l'exercice par les « *activistes* » concernés du mandat leur ayant été confié.

A cet égard encore, la mesure préconisée par le CDJ constituerait une entrave inacceptable à l'expression actionnariale, en contradiction manifeste avec l'objectif poursuivi par la Directive 2007/36 que la réglementation sur la sollicitation active de mandats est censée transposer en droit interne.

4. SUR LES RECOMMANDATIONS RELATIVES A LA VENTE A DECOUVERT

Sur le renforcement de la réglementation préconisé aux fins d'accroître la transparence des positions courtes

Le rapport CDJ préconise de « *compléter la réglementation sur la transparence de la constitution des positions courtes* » par diverses mesures⁷⁵. Dans le même sens, le rapport

⁷⁵ Recommandation n°4 du rapport CDJ – ces mesures consisteraient à imposer « (i) l'indication de toutes les positions se rapprochant des positions courtes (puts, etc.) (ii) une déclaration d'intention en cas de

Paris Europlace suggère de « renforcer la transparence des positions courtes en ajoutant, au nombre des éléments à déclarer, des informations de nature à permettre une meilleure identification du détenteur et de la nature de la position »⁷⁶, et le rapport WD propose de modifier la réglementation européenne afin « d'intégrer dans le calcul d'une position courte soumise à déclaration lors d'un franchissement de seuil l'ensemble des instruments et titres financiers de toute nature qui concourent à l'exposition économique nette d'un acteur de marché sur une société cotée »⁷⁷. Le rapport AFEP formule également diverses propositions consistant à « durcir les règles prévues par le règlement européen sur la vente à découvert de 2012 »⁷⁸.

Il convient tout d'abord de relever que ces diverses recommandations apparaissent dans l'ensemble relever d'une défiance, voire d'une hostilité systématique, à l'égard de la vente à découvert.

Une telle approche, symptomatique d'une forme d'hystérisation du débat sur la question en France, est en soi particulièrement regrettable : alors qu'il conviendrait d'apaiser et de dépassionner le débat⁷⁹, les Rapports tendent au contraire à accréditer la thèse inique selon laquelle la vente à découvert constituerait par définition une pratique néfaste.

Les diverses recommandations formulées aux fins d'accroître les contraintes réglementaires applicables sont à cet égard d'autant plus critiquables qu'elles apparaissent perdre totalement de vue le fait que la vente à découvert :

- répond principalement à des objectifs de couverture des risques auxquels sont exposés les investisseurs, et n'est donc absolument pas l'apanage des fonds activistes « courts », lesquels semblent avoir focalisé l'attention et les critiques – au demeurant parfaitement injustifiées dans l'ensemble – des auteurs des différents Rapports ;
- contribue substantiellement à la bonne formation des prix sur le marché, et donc à l'intégrité du marché, dans la mesure où elle a vocation à cibler des émetteurs dont le cours du titre apparaît décorrélé de sa valeur intrinsèque.

Rappelons en outre que la vente à découvert fait d'ores et déjà l'objet d'un encadrement réglementaire particulièrement strict en matière de transparence, le Règlement (UE)

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 ayant prêté les titres [aux vendeurs à découvert]»

⁷⁶ 1^{ère} Proposition du rapport Paris Europlace, page 3

⁷⁷ Recommandation n°

⁷⁸ Rapport AFEP, page 12

⁷⁹ Débat essentiellement suscité par la campagne dont a récemment fait l'objet le groupe Casino/Rallye (cf. pages 36 et s. du rapport WD)

n°236/2012 du 14 mars 2012 sur la vente à découvert imposant des obligations déclaratives parmi les plus contraignantes au monde en la matière⁸⁰.

Dans ces conditions, il est on ne peut plus contestable que l'ensemble des Rapports préconisent un renforcement de la réglementation actuelle sur la transparence des positions courtes :

- sans autre justification que l'affirmation, par voie de pure pétition de principe, d'une prétendue nécessité de « *lutter contre les excès de la vente à découvert*⁸¹ », ou d'« *encadrer plus étroitement la vente à découvert*⁸² » ;
- sans qu'aucune réflexion ne soit menée sur l'efficacité de la réglementation actuelle, pourtant d'ores et déjà particulièrement contraignante ;
- sans aucune analyse d'impact des mesures préconisées, au regard notamment des coûts d'adaptation considérables qu'elles engendreraient, et des effets pervers qui pourraient en résulter.

Dans l'ensemble, les diverses mesures préconisées, qui reposent sur une stigmatisation parfaitement infondée de la vente à découvert, apparaissent donc aussi disproportionnées qu'injustifiées, et ne feraient *in fine* que porter atteinte à la l'attractivité et à l'intégrité du marché, en ce qu'elles entraveraient une pratique pourtant essentielle à la couverture du risque et au bon fonctionnement du marché.

Sur la présomption de fonctionnement anormal du marché

Le rapport WD envisage d'instaurer une présomption de fonctionnement anormal du marché « *dans les cas où l'ampleur de la vente à découvert d'un titre financier dépasserait une certaine limite (volume traité, pourcentage de la capitalisation ou du flottant, etc.)*⁸³. De la même manière, le rapport Paris Europlace suggère de « *mettre en place un dispositif d'alerte et d'évaluation de nature à prévenir un dysfonctionnement du marché du titre quand une part excessive du flottant d'un titre déterminé fait l'objet de prêts-emprunts* »⁸⁴.

Il s'agirait en substance de supposer l'existence d'un potentiel abus de marché, au-delà d'un certain seuil de positions courtes sur les titres d'un émetteur, justifiant une intervention du régulateur – intervention dont on comprend qu'elle pourrait aller jusqu'à une interdiction de la vente à découvert des titres de l'émetteur concerné, bien que les

⁸⁰ Cf. notamment les articles 4 et suivants du Règlement (UE) n°236/2012, imposant notamment la déclaration de positions courtes dès le franchissement d'un seuil de 0,2%, puis la notification du franchissement de chaque palier de 0,1 % au-delà de ce seuil, ou encore la publication d'informations détaillées sur toute position courte dépassant un seuil de 0,5%.

⁸¹ Cf. rapport CDJ, page 36

⁸² Cf. rapport WD, page 65

⁸³ Recommandation n°7 du rapport WD

⁸⁴ 3ème proposition du rapport Paris Europlace destiné à « prévenir les excès des ventes à découvert », page 8

rapports ne précisent pas clairement quelles conséquences devraient être tirées de la présomption de dysfonctionnement du marché qu'ils suggèrent d'instaurer.

Relevons d'emblée qu'il y aurait une incohérence évidente à présumer un dysfonctionnement du marché à raison du niveau élevé de positions courtes sur les titres d'un émetteur, alors qu'une telle situation résulte de ce que les investisseurs concernés considèrent être un écart anormal entre le cours du titre et sa valeur intrinsèque, écart anormal que le niveau élevé de positions courtes tend ainsi à mettre en évidence et donc, *in fine*, à corriger – sauf à ce que le cours reflète en fait la valeur fondamentale du titre, auquel cas la prise de positions courtes sur le titre résulterait d'une erreur d'analyse des investisseurs concernés, mais nullement d'un quelconque dysfonctionnement du marché.

En tout état de cause, une telle présomption de fonctionnement anormal du marché – dont la validité serait en soi éminemment contestable – ne saurait fonder une quelconque intervention du régulateur tendant à restreindre, voire à interdire la constitution de positions courtes sur les titres d'un émetteur donné, alors qu'une telle intervention aurait des effets extrêmement perturbateurs sur le fonctionnement du marché.

Et à supposer que la constitution massive de positions courtes sur les titres d'un émetteur puisse effectivement résulter d'éventuels comportements abusifs, il serait totalement disproportionné de recourir à des mesures qui auraient des effets perturbateurs et donc néfastes pour l'ensemble des acteurs du marché, alors que le régulateur dispose de moyens permettant amplement d'appréhender et de sanctionner isolément de tels abus, sans que le fonctionnement du marché s'en trouve affecté.

5. SUR LES RECOMMANDATIONS RELATIVES A UN ACCROISSEMENT DES PREROGATIVES DE L'AMF A L'EGARD DES INVESTISSEURS ACTIVISTES

Le CDJ suggère que la procédure d'injonction administrative prévue à l'article L. 621-18, al. 3 du Code monétaire et financier⁸⁵, qui ne concerne en l'état que les émetteurs, « *soit rendue applicable aux activistes short et longs qui prennent position publiquement au sujet d'un émetteur* »⁸⁶.

Dans le même ordre d'idée, le rapport WD propose d'« *introduire une procédure de « référé » devant l'AMF, permettant aux sociétés cotées de saisir directement le régulateur d'une situation urgente* »⁸⁷. Il s'agirait ainsi « *de permettre à l'entreprise concernée de faire valoir*

⁸⁵ L'article L. 621-18, al. 3 du Code monétaire et financier permet à l'AMF d'ordonner aux 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. Faute pour les émetteurs concernés de déférer à cette injonction, l'Autorité des marchés financiers peut, après avoir entendu l'émetteur, procéder elle-même à ces publications rectificatives ou complémentaires.* »

⁸⁶ Recommandation n°9 du rapport CDJ – pages 44 et 45

⁸⁷ Recommandation n°11 du rapport WD - pages 76 et s.

immédiatement ses soupçons de manquement devant le régulateur» en cas de campagne activiste la visant⁸⁸.

L'on ne peut d'emblée que déplorer que cette préconisation repose sur l'idée préconçue selon laquelle l'action menée par un investisseur activiste serait, par définition, préjudiciable pour l'émetteur. Pour toute justification de la prétendue nécessité d'instaurer une procédure de référé à l'initiative des émetteurs, les auteurs du rapport WD font en effet valoir que *« lorsque l'enquête de l'AMF et la procédure administrative puis, le cas échéant, judiciaire, dure plusieurs années, le préjudice de l'entreprise s'aggrave et peut parfois difficilement être réparé »*. Aucune précision n'est toutefois fournie quant au *« préjudice de l'entreprise »* ainsi postulé et qui relève en fait de la pure incantation.

La mesure préconisée par le rapport WD est d'autant plus contestable qu'elle contribuerait à aggraver le déséquilibre des forces en présence, puisque la procédure de référé envisagée ne serait ouverte qu'aux émetteurs, aucune réciprocité n'étant prévue à l'égard des investisseurs qui pourraient pourtant avoir également tout intérêt à *« saisir directement le régulateur d'une situation urgente »*.

En tout état de cause, dans l'hypothèse où un éventuel *« manquement »* serait commis de part ou d'autre à l'occasion d'une campagne activiste, chacun des acteurs concernés disposerait de la faculté de saisir un juge en référé, et de voir ainsi la contestation rapidement tranchée sur le terrain judiciaire. Dans ces conditions, investir le régulateur d'un pouvoir analogue à celui dont dispose déjà le juge judiciaire, gardien des libertés publiques, marquerait une forme de défiance inacceptable à l'égard de la justice.

La mesure d'extension du pouvoir d'injonction administrative de l'AMF préconisée par le CDJ est à cet égard tout aussi critiquable.

Au demeurant, s'il est parfaitement normal et souhaitable que l'AMF puisse ordonner aux émetteurs de corriger ou compléter leurs publications, compte tenu des répercussions extrêmement préjudiciables pour l'ensemble du marché de toute inexactitude ou omission dans les documents publiés par ces derniers, l'on ne voit pas à quelle justification répondrait l'extension d'un tel pouvoir d'injonction aux investisseurs activistes – alors que ces derniers sont notamment d'ores et déjà soumis à un cadre réglementaire destiné à prévenir et sanctionner toute diffusion d'information fautive ou trompeuse⁸⁹.

⁸⁸ Rapport WD, page 78

⁸⁹ Cf. articles 12 et 15 du Règlement (UE) sur les abus de marché

CONCLUSION

S'il est parfaitement légitime qu'une réflexion s'engage sur l'activisme actionnarial en raison de son essor récent en France, il est impératif que cette réflexion conduise à dissiper – et non pas à entretenir ou alimenter – les malentendus ou fantasmes parfois suscités par le phénomène.

Alors que le développement d'une forme dynamique et proactive d'engagement actionnarial, incarnée au premier plan par les fonds activistes, apparaît plus que jamais souhaitable compte tenu du phénomène parallèle de concentration du capital entre les mains d'investisseurs institutionnels privilégiant une gestion indicielle et donc relativement passive de leur participation⁹⁰, il serait particulièrement regrettable, et en fait nuisible tant au bon fonctionnement qu'à l'attractivité du marché, qu'une éventuelle intervention législative ou réglementaire en la matière :

- soit avant tout dictée par les préoccupations de certains émetteurs soucieux de se prémunir de toute critique (de leur gouvernance, leurs performances ou leur stratégie), et qui ne conçoivent plus généralement l'activisme actionnarial que comme une menace⁹¹ – comme en attestent les récentes déclarations du Président de Paris Europlace ou la définition même de l'activisme que propose l'AFEP dans son rapport⁹² ;
- néglige en conséquence totalement les effets bénéfiques et palliatifs de l'activisme actionnarial – pourtant largement vérifiés et documentés – dans l'appréciation des coûts et avantages que pourrait avoir une réglementation destinée à encadrer l'action des actionnaires « *activistes* » ;
- repose par ailleurs, à l'instar des différents Rapports, sur le postulat fondamentalement erroné d'un déséquilibre ou d'une asymétrie en défaveur des émetteurs qu'il conviendrait de corriger ;

⁹⁰ Etant rappelé que la très grande majorité des investisseurs institutionnels estime que l'activisme actionnarial crée de la valeur pour les entreprises ciblées, et a donc compris tout l'intérêt qu'il y avait à tirer de l'intervention des fonds activistes (un article des Echos paru en 2016 rappelait ainsi que « *selon un sondage réalisé par FTI Consulting auprès de plus de 100 investisseurs pesant plus de 1.700 milliards de dollars d'actifs, 84 % estiment que l'activisme actionnarial crée de la valeur pour les sociétés cibles. Cela, y compris en Europe, où plus de 76 % considèrent que les sociétés pourraient bénéficier d'un développement de l'activisme actionnarial.* » <https://www.lesechos.fr/2016/02/lazard-se-dote-de-specialistes-anti-activistes-en-europe-207861>)

⁹¹ à cet égard, E. Dubois, vice-président Investment Stewardship de BlackRock faisait récemment observer que *la « supplantation progressive en France de l'actionnariat passif, par un actionnariat plus dynamique, cohérent avec l'objectif d'efficience des marchés [...] a pu surprendre des émetteurs, et a initié l'idée selon laquelle il fallait protéger les sociétés des actions des activistes » (Fonds activistes : opportunité ou menace pour l'économie ?- La Semaine Juridique Entreprise et Affaires n° 36, 6 Septembre 2018, 1439).*

⁹² Cf. introduction supra.

- conduite en conséquence à l'introduction d'un cadre normatif inadapté et excessivement restrictif susceptible de dissuader certains investisseurs de prendre des participations dans les sociétés cotées sur le marché français.

A cet égard, l'on ne peut que déplorer et s'inquiéter de ce que, dans l'ensemble, les recommandations formulées aux termes des différents Rapports apparaissent essentiellement avoir pour objet, et du moins auraient concrètement pour effet, d'entraver l'action des fonds activistes à chaque étape de leurs campagnes.

Du reste, il y a lieu de s'interroger sur la pertinence même d'une démarche consistant à vouloir réglementer l'activisme actionnarial en tant que tel, dès lors que l'arsenal législatif et réglementaire existant en droit français et en droit européen d'application directe⁹³ permet amplement de prévenir et sanctionner les abus susceptibles d'être commis à l'occasion de campagnes activistes.

Le constat de ce que l'intervention d'investisseurs activistes (i) contribue à améliorer substantiellement les performances opérationnelles et boursières des entreprises ciblées, y-compris sur le long terme, (ii) est une composante essentielle du bon fonctionnement du marché, et (iii) ne constitue pas une menace pour les émetteurs mais uniquement pour les dirigeants dont les méthodes de gouvernance ou les choix stratégiques sont critiquables ou répréhensibles⁹⁴, doit nécessairement conduire à reconsidérer la prétendue nécessité d'adopter des mesures qui conduiraient en fait à entraver voire à paralyser leur action.

Enfin, il ne faut pas perdre de vue que l'activisme actionnarial n'est que le symptôme de défaillances ou d'inefficiences identifiées par les fonds activistes et que ces derniers entendent rectifier avec les moyens dont ils disposent.

Si le droit à la contestation est exercé dans l'intérêt de l'entreprise, il contribuera à son essor, permettra parfois d'éviter de mauvaises décisions, d'améliorer la gouvernance, de revoir la stratégie, et en fin de compte, concourir à la performance au long court de l'entreprise.

Force est de constater à cet égard que les « *campagnes publiques* », qui cristallisent les critiques visant les fonds activistes, ne sont pour l'essentiel que le résultat (i) d'un refus du dialogue opposé par certains dirigeants estimant à tort être exempts de tout reproche ou n'avoir pas de comptes à rendre, cumulé à (ii) un manque d'outils légaux à la disposition des actionnaires minoritaires qui leur permettraient autrement d'exercer un véritable contre-pouvoir face aux errements de ces mêmes dirigeants.

⁹³ Notamment la réglementation relative à la prévention et la sanction des abus de marché, étant rappelé qu'outre le Règlement (UE) du 16 avril 2014, plus d'une dizaine de règlements délégués ou règlements d'exécution sont applicables en la matière (cf. https://eur-lex.europa.eu/legal-content/FR/TXT/?uri=LEGISSUM%3A240404_2 pour une liste exhaustive)

⁹⁴ Cf. étude précitée de M. Albouy et al., dont les résultats conduisent les auteurs à conclure que « *les actionnaires activistes contribuent à l'amélioration des performances des entreprises et leurs actions constituent un véritable mécanisme externe de discipline des dirigeants via la menace qu'ils exercent sur eux.* »

Si tant est qu'un éventuel encadrement de l'activisme actionnarial soit nécessaire ou opportun, toute initiative en ce sens devrait donc nécessairement être accompagnée d'une réflexion et de mesures tendant à remédier concrètement et efficacement aux dysfonctionnements et insuffisances qui expliquent l'essor de l'activisme en France.

Il convient enfin, dans ce cadre, de s'interroger sur le terme même « d'activistes », souvent employé de façon péjorative par leurs détracteurs et parfois par les médias. En effet, l'activisme désigne des pratiques et des acteurs si hétérogènes que l'établissement d'une définition juridique claire relève de la gageure. Finalement les activistes ne sont rien d'autres que des investisseurs engagés qui s'intéressent réellement et sur le fond à la stratégie et aux indicateurs de gestion de l'entreprise dans laquelle ils ont investi. Ce sont aussi quasiment toujours des actionnaires minoritaires, mieux équipés que les autres et qui les aident ainsi à faire entendre des positions trop souvent ignorées.

Fait à Paris, le 20 avril 2020.