

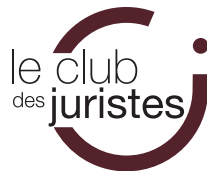
NOVEMBRE 2019

RAPPORT

ACTIVISME ACTIONNARIAL

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

Rapporteur : Benjamin KANOVITCH, avocat, Bredin Prat



ACTIVISME ACTIONNARIAL

RAPPORT DU CLUB DES JURISTES

Commission ad hoc
NOVEMBRE 2019



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

RETROUVEZ-NOUS SUR    

COMPOSITION DE LA COMMISSION

■ PRÉSIDENT :

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

■ RAPPORTEUR :

Benjamin KANOVITCH, avocat, Bredin Prat

■ MEMBRES :

Olivier DIAZ, avocat, Gide Loyrette Nouel

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

Nicolas HUET, secrétaire général et membre du directoire, Eurazeo

Jean-Pierre MARTEL, avocat, Orrick Rambaud Martel

Hervé PHILIPPE, membre du directoire et directeur financier, Vivendi

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

Jean-Florent RÉROLLE, *managing director*, Morrow Sodali

Emmanuelle SALLES, responsable du service juridique droit boursier et droit des sociétés, EDF

Bénédicte THIBORD, *managing director*, Exane BNP Paribas

Agnès TOURAINE, administratrice

■ OBSERVATEURS :

Manon BALDIN, Direction Générale du Trésor

Olivier BOULON, AMF

Jérôme BROUILLET, Direction Générale du Trésor

Olivier DOUVRELEUR, magistrat, Cour d'appel de Paris

Jean-Baptiste GALVIN, Chancellerie

Julie LEMÉE, Chancellerie

Flavie LE TALLEC, Chancellerie

Anne MARÉCHAL, AMF

Pierre ROHFRI TSCH, Direction Générale du Trésor

Clément SEITZ, Direction Générale du Trésor

■ SECRÉTAIRE DE COMMISSION :

Romain DUMONT, doctorant en droit à l'École de droit de la Sorbonne, Université Paris 1 (Panthéon-Sorbonne)

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

SOMMAIRE

INTRODUCTION	7
Synthèse des recommandations	12
PREMIÈRE PARTIE – ÉTAT DES LIEUX	15
I. LA DÉFINITION DE L'ACTIVISME FACE À LA DIVERSITÉ DES ACTIVISTES	16
1. L'absence de définition juridique de l'activisme actionnarial	16
2. L'irréductible hétérogénéité de l'activisme actionnarial	18
II. DES COMPORTEMENTS PARFOIS DISCUTABLES	20
1. La construction de la position	20
2. Le dialogue actionnarial	21
3. La campagne publique	23
4. Le vote en assemblée générale	24
DEUXIÈME PARTIE – PISTES DE RÉFLEXION	26
I. L'ENCADREMENT DES CAMPAGNES ACTIVISTES	27
1. De nouvelles règles de transparence	27
2. L'encadrement du short selling	34
3. L'encadrement du prêt-emprunt de titres en période d'assemblée générale	35
4. L'extension de la réglementation sur la sollicitation active de mandats à la campagne activiste	37
II. L'AMÉLIORATION DU DIALOGUE ENTRE ÉMETTEURS ET INVESTISSEURS	38
1. Dialogue collectif : la création d'une plateforme de dialogue actionnarial	38
2. Le renforcement du dialogue actionnarial en amont de la campagne	40
3. La méthode d'élaboration du code de gouvernement d'entreprise	42
III. RÉFLEXIONS SUR LE RÔLE DE L'AMF ET SUR L'ESMA	43
1. L'intervention de l'AMF	44
2. Les incertitudes de la notion d'action de concert	45
CONCLUSION	46
Liste des annexes	46
ANNEXE 1 : Liste des personnes auditionnées	49
ANNEXE 2 : Synthèse des obligations des investisseurs	50
ANNEXE 3 : Enquête adressée aux émetteurs en Europe	55
Bibliographie	80

INTRODUCTION

- ▶ 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 ?
- ▶ L'activisme actionnarial apparaît aux États-Unis dans les années 1930¹. Après s'y être épanoui à partir des années 70 et 80, il s'observe désormais partout où les actionnaires connaissent un renforcement de leurs droits : en Italie, en Allemagne, aux Pays-Bas, au Royaume-Uni, etc. L'intérêt pour le sujet a ainsi pris de l'ampleur en Europe, à partir des campagnes activistes menées dans les années 2000. Davantage qu'un mimétisme spontané des actionnaires européens, c'est une exportation des activistes américains à laquelle on assiste². Près de la moitié des sociétés visées en 2018 ne sont pas américaines³. Il semble que l'activisme se soit développé en cadence de, et parfois en relation avec, la généralisation de la gestion passive de titres pour compte de tiers. En contrepoint d'une gestion indicielle qui ne permet pas d'intervenir de manière ciblée sur une société déterminée, l'actionnaire activiste intervient ponctuellement et revendique une fonction d'optimisation du fonctionnement du marché.
- ▶ Les fonds activistes ont connu une croissance significative, gagnant par la même occasion en crédibilité et en force. Par exemple, les activistes américains ont atteint 250,3 milliards de dollars d'actifs sous gestion au deuxième trimestre de 2018 quand ils n'en avaient que 94,7 milliards au quatrième trimestre de 2010. L'activisme représente désormais une puissance colossale avec 65 milliards de capital déployé dans des campagnes en 2018⁴. Les campagnes en Europe ne sont plus occasionnelles. Avec 58 campagnes européennes en 2018, les fonds activistes ont indéniablement intégré le paysage boursier⁵.

1. R. CRETE, S. ROUSSEAU, « De la passivité à l'activisme des investisseurs institutionnels au sein des corporations : le reflet de la diversité des facteurs d'influence », *Revue de droit de Mc Gill* 1997, Vol. 42, 864-959.

2. G. AGBODJAN, P. THOMAS « L'activisme actionnarial dans l'environnement juridique français », *RDBF* 2018, n° 5, étude 16 ; B. KANOVITCH, J. R. CAMMAKER, *Shareholder activism in the U.S. and Europe*, Paris 1 Panthéon-Sorbonne & Harvard Law School, septembre 2018.

3. ACTIVIST INSIGHT, *The activist investing annual review*, 2019, p. 6.

4. LAZARD, *Review of Shareholder Activism*, 2019, p. 2.

5. LAZARD, *Review of Shareholder Activism*, 2019, p. 12.

- ▶ Désormais, l'activisme actionnarial présente une telle diversité que sa délimitation, et par conséquent son encadrement, sont des plus ardues. Ainsi, aucune réglementation spécifique n'est applicable aux seuls activistes. Seul le droit commun applicable à tout investisseur permet d'appréhender l'activiste qui se prévaut précisément des prérogatives ordinaires de l'actionnaire. Qu'il s'agisse des questions écrites posées en assemblée générale, de la présentation de résolutions alternatives, de la demande d'une expertise de gestion, ou, enfin, de l'information périodique ou permanente, l'activiste invoque ses droits de minoritaire. Il fait toutefois un exercice de ces droits qui peut apparaître particulièrement radical voire, selon certains, déloyal, et faire peser un risque d'atteinte à l'intérêt social. Il peut ainsi sortir du cadre que lui réservait le législateur en mettant parfois en difficulté la société.
- ▶ Logiquement, le droit commun fournit des outils pour réagir : identification des actionnaires, déclaration de franchissement de seuils, déclaration d'intention, déclaration d'un projet d'opération, déclaration des transferts temporaires de titres, déclaration des positions nettes courtes en cas de ventes à découvert, déclaration à la Banque de France, déclaration de clauses des pactes d'actionnaires, encadrement de la sollicitation active de mandats et transparence sur la politique de vote des fonds d'investissement⁶. Ce droit commun apparaît néanmoins insuffisant au regard de la diversité des outils dont disposent les activistes et de leur sophistication juridique.
- ▶ La perspective d'une régulation adaptée ou d'une amélioration des pratiques impose de cerner au préalable ce que recouvre l'activisme actionnarial.
- ▶ Une campagne activiste peut être définie comme le comportement d'un investisseur usant des prérogatives accordées aux minoritaires afin d'influencer la stratégie, la situation financière ou la gouvernance de l'émetteur, par le moyen initial d'une prise de position publique. L'activiste a un objectif déterminé qui peut varier selon les activistes et les circonstances propres à chaque campagne. L'activisme peut être *short* ou *long*, avec le cas échéant des objectifs strictement économiques ou alors environnementaux et sociétaux (ESG), chaque activiste développant des modalités d'action qui lui sont propres. Malgré ces différences indéniables entre les types d'activisme, les difficultés soulevées par l'activisme sont communes et justifient de traiter de l'activisme dans son ensemble.
- ▶ L'activisme ne doit pas être confondu avec la prise de position ponctuelle par un actionnaire sur un sujet particulier, lorsque son investissement n'est pas motivé par cette seule critique. Un investisseur peut ainsi être hostile aux droits de vote double et le faire savoir, y compris en recourant à une sollicitation active de mandats, sans être qualifié d'activiste car

6. V. *infra*, annexe 2.

la création de valeur recherchée ne repose pas exclusivement sur cette critique. Dans le cas où le retour sur investissement attendu ne repose que sur une stratégie de contestation, l'investisseur adopte alors une forme d'activisme économique.

- ▶ D'un point de vue prospectif, la question de l'activisme actionnarial a parfois été abordée à l'occasion de travaux portant sur d'autres sujets de droit des sociétés ou de droit boursier. Outre les rapports élaborés par le Club des juristes, dans le cadre de la Commission Europe et de la Commission Dialogue administrateurs-actionnaires, l'AMF⁷, tout comme les législateurs français⁸ et européen⁹ ont identifié la problématique, sans toutefois proposer, à ce jour, un régime juridique spécifique.
- ▶ Alors que l'année 2018 a été qualifiée d'année record de l'activisme¹⁰, la question de la montée en puissance des activistes, en Europe et en France, est devenue un enjeu de Place dont se sont notamment saisis les pouvoirs publics, comme l'illustrent le lancement par l'Assemblée nationale d'une Mission d'information sur l'activisme actionnarial¹¹ et les déclarations récentes du ministre de l'Économie et des Finances¹². Les entreprises y voient un sujet sensible et se sont déjà organisées individuellement en conséquence¹³. L'Association française des entreprises privées (AFEP) et Paris Europlace ont également initié des réflexions à ce sujet.
- ▶ En parallèle, l'activisme actionnarial a depuis plusieurs années donné lieu à un vif débat académique sur ses effets économiques et sociaux sur le long terme, tant aux États-Unis¹⁴ qu'en France¹⁵. Pour ses partisans, l'activisme actionnarial permet à la société de créer de la valeur actionnariale et économique sur le long terme. Pour d'autres, les

7. C. UZAN, « La montée en puissance des actionnaires : le droit à l'épreuve des pratiques de marché et de l'activisme actionnarial », in *Les entretiens 2008 de l'AMF – Les nouveaux enjeux des marchés financiers* ; Groupe de place présidé par Yves Mansion, *Rapport sur les opérations de prêt emprunt de titres en période d'assemblée générale d'actionnaires*, 2008, p. 2 : « Au-delà du prêt de titres, le véritable sujet, plus global, est celui de l'activisme dont peuvent faire preuve certains actionnaires "court termistes" qui acquièrent des quantités importantes d'actions, juste avant l'assemblée générale, pour déstabiliser la direction de la société, sans prendre le risque correspondant » ; A. OSEREDCZUK, « La régulation de la gestion d'actifs face aux défis européens et internationaux » in *Les entretiens 2008 de l'AMF – Quel cadre de régulation pour faire face aux enjeux européens et internationaux ?*, p. 13 et p. 14.

8. Assemblée nationale, *Rapport d'information n° 2551 sur l'investissement étranger en France*, 2015, p. 36 ; Assemblée nationale, *Rapport d'information n° 737 sur la transparence de la gouvernance des grandes entreprises*, 2013, p. 43 ; Assemblée nationale, *Rapport n° 897 rect. fait au nom de la Commission d'enquête chargée d'examiner les décisions de l'État en matière de politique industrielle, au regard des fusions d'entreprises intervenues récemment, notamment dans les cas d'Alstom, d'Alcatel et de STX, ainsi que les moyens susceptibles de protéger nos fleurons industriels nationaux dans un contexte commercial mondialisé*, t. I, p. 145, p. 270 et t. II, p. 114, p. 293, p. 297, p. 298, p. 486, p. 623 ; Audition de M. PRADA devant la Commission des finances du Sénat, 14 février 2007.

9. Communication n° COM(2001)366 de la Commission du 19 juillet 2001, « Livre vert - Promouvoir un cadre européen pour la responsabilité sociale des entreprises », n° 85 ; Avis du Comité économique et social européen du 26 septembre 2007 sur « Les conséquences économiques et sociales de l'évolution des marchés financiers » ; Avis du Comité économique et social européen du 5 novembre 2009 sur « L'impact des fonds de capital d'investissement, des fonds alternatifs et des fonds souverains sur les mutations industrielles » ; Communication n° COM(2011)164 de la Commission du 5 avril 2011, « Livre vert – Le cadre de la gouvernance d'entreprise dans l'UE » ; Exposé des motifs de la Directive n° 2011/61/UE du Parlement européen et du Conseil du 8 juin 2011 sur les gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs, p. 3.

10. LAZARD, *Review of Shareholder Activism*, 2019, p. 1.

éventuels effets bénéfiques sont identifiés sur le seul court-terme et les émetteurs doivent au contraire se focaliser sur la création de valeur à long terme en intégrant plus vigoureusement les questions sociales et environnementales comme cela a été acté en France par la loi PACTE¹⁶ à la suite du Rapport NOTAT SÉNARD¹⁷ et aux États-Unis par la position récente du *Business Roundtable*¹⁸.

- ▶ C'est dans ce contexte que le Club des juristes a décidé la création d'une commission multidisciplinaire chargée de faire le point des questions posées par l'activisme actionnarial et de proposer éventuellement des améliorations à l'environnement juridique et aux pratiques qui le concernent.
- ▶ L'objectif de la Commission n'est pas de prendre parti dans le débat économique, politique et parfois philosophique qui oppose les partisans et les détracteurs de l'activisme actionnarial, ni de prendre position sur telle ou telle campagne activiste actuelle ou passée. Il s'agit plutôt d'identifier les comportements susceptibles d'être préjudiciables à la transparence, la loyauté et le bon fonctionnement du marché et d'examiner, au plan juridique, l'encadrement et les bonnes pratiques qui pourraient être appliqués aux campagnes activistes.
- ▶ Les travaux de la Commission du Club des juristes ont consisté à auditionner une trentaine de parties prenantes à la problématique de l'activisme actionnarial, représentants des émetteurs et des investisseurs, intermédiaires de marché et des personnalités qualifiées, afin de bénéficier de leur expérience et de recueillir leur avis sur les pistes de droit prospectif. Les autorités compétentes ont

11. E. WOERTH, B. DIRX, *Rapport d'information n° 2287 sur l'activisme actionnarial*, 2019.

12. Le 5 avril 2009, le Ministre de l'Économie a en effet déclaré qu'il convenait de réfléchir « à de nouveaux instruments nationaux qui devront nous permettre de résister mieux à ces fonds activistes ». « C'est évidemment un sujet que je suis de très près parce qu'un fonds activiste qui détruit de la valeur n'est pas conforme au capitalisme nouveau que je veux bâtir ».

13. Voir *infra*, annexe 3.

14. Voir notamment B. ARAUJO, A. ROBBINS, *The Modern Dilemma: Balancing Short and Long-Term Business Pressures*, World Economic Forum, 2019 ; L. A. BEBCHUK, A. BRAV, W. JIANG, *The long-term effects of hedge fund activism*, 115 Colum. L. Rev., 2015 ; J. C. COFFEE, JR. & D. PALIA, *The Wolf at the Door: The Impact of Hedge Fund Activism on Corporate Governance*, Columbia Law School Working Paper n° 521, 2015 ; M. LIPTON, S. A. ROSENBLUM, K. L. CAIN, S. V. NILES, *Corporate Purpose: Stakeholders and Long-Term Growth*, Harvard Law School Forum on Corporate Governance and Financial Regulation, 2019 ; M. LIPTON, Z. S. PODOLSKY, *Activism: The State of Play*, Harvard Law School Forum on Corporate Governance and Financial Regulation, 2018 ; M. LIPTON, ANNA SHIFFLET, *New Theory in Corporate Governance Undermines Theories Relied on by Proponents of Short-Termism and Shareholder Activism*, Harvard Law School Forum on Corporate Governance and Financial Regulation, 2016.

15. Voir notamment V. DE BEAUFORT, « L'engagement actionnarial en France, vecteur de gouvernance pérenne ? », *Rev. sociétés* 2019, p. 375 ; B. KANOVITCH, J. R. CAMMAKER, *Shareholder activism in the U.S. and Europe*, Paris 1 Panthéon-Sorbonne & Harvard Law School, septembre 2018 ; E. FOUREL, A. GUENAOUI, P. OUDIN ET S. VERMILLE, « Pour une véritable gouvernance d'entreprise en France – Réflexions sur l'activisme actionnarial », disponible sur le site droitetcroissance.fr ; C. NEUVILLE, A. GUENAOUI, A. D'ANDLAU, E. DUBOIS, L. BOISSEAU, M. GOLDBERG-DARMON, P. LEROY, H. DE VAUPLANE, « Fonds activistes : opportunité ou menace pour l'économie ? », JCP E 2018, n° 1439 ; M. NUSSENBAUM, « L'impact de l'action des fonds activistes sur la valeur actionnariale », JCP E 2018, n° 1438 ; R. THOMAS, « L'activisme est un comportement d'investisseur », *Analyse financière* 2018, n° 68.

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

17. N. NOTAT ET J.-D. SÉNARD, avec le concours de J.-B. BARFETY, *L'entreprise, objet d'intérêt collectif*, 2018.

18. BUSINESS ROUNDTABLE, *Business Roundtable Redefines the Purpose of a Corporation to Promote An Economy That Serves All Americans*, 19 août 2019.

participé aux travaux de la Commission en qualité d'observateurs et ne sont en rien engagées par les conclusions de la Commission. Pour compléter son analyse, une enquête a été effectuée auprès d'environ deux cents directeurs financiers et responsables des relations avec les investisseurs de sociétés cotées¹⁹.

- ▶ Le présent rapport est le fruit collectif des travaux de la Commission qui, après avoir dressé un état des lieux de l'activisme actionnarial et identifié les progrès souhaitables (première partie), propose plusieurs pistes d'amélioration de l'encadrement juridique ou des bonnes pratiques qui régissent l'exercice de l'engagement actionnarial des activistes (deuxième partie).

19. Voir *infra*, annexe 3.

SYNTHÈSE DES RECOMMANDATIONS

1. Encadrement des campagnes activistes par une meilleure transparence

- ▶ **RECOMMANDATION N° 1 :** La Commission considère que le rééquilibrage des rapports émetteurs-activistes devrait passer en priorité par un **renforcement du dispositif de transparence** s'appliquant aux investisseurs prenant des positions publiquement, directement ou indirectement, en vue d'influencer la stratégie, la situation financière ou la gouvernance d'un émetteur. Un activiste ayant pris position publiquement devrait déclarer notamment ses niveaux de participation, le type de titres détenus, et son éventuelle couverture. Cette information devrait être mise à jour en fonction de l'évolution de la campagne. En cas de rumeurs de préparation d'une campagne activiste, l'AMF pourrait demander à l'investisseur de confirmer ou d'infirmer l'information.
- ▶ **RECOMMANDATION N° 2 :** La Commission recommande que **les informations publiques diffusées par les activistes, dans le cadre d'une campagne, soient soumises à des règles comparables à celles qui s'appliquent aux recommandations d'investissement**, de façon à garantir l'objectivité des informations contenues dans les *white papers* publiés par les activistes, ainsi qu'un traitement adéquat des conflits d'intérêts. À cet égard, il serait souhaitable de préciser si la réglementation en vigueur (Règlement délégué n° 2016/958 du 9 mars 2016) s'applique d'ores et déjà dans un tel cadre. À défaut, il conviendrait de recommander que les activistes appliquent des règles analogues dans le cadre de leur campagne. Il est en outre proposé que, durant une campagne publique, l'activiste (i) explique dans quelle mesure son approche intègre, pour la société, son intérêt social, en prenant en considération les enjeux sociaux et environnementaux de son activité et (ii) publie tous les documents qu'il adresse en privé à d'autres actionnaires. Il est enfin proposé de s'inspirer des règles relatives à **la sollicitation active de mandats** pour assurer une transparence quant aux motifs de leur vote.
- ▶ **RECOMMANDATION N° 3 :** Afin d'assurer la loyauté des échanges entre émetteurs et activistes, ces derniers devraient s'abstenir de procéder à des **communications ou publications au cours des « quiet periods »** auxquelles sont soumis les émetteurs. Cumulativement, les conditions dans lesquelles les émetteurs peuvent réagir dans ces circonstances pourraient être clarifiées.

- ▶ **RECOMMANDATION N° 4**: La réglementation actuelle sur la **transparence de la constitution des positions courtes** pourrait être complétée par (i) l'indication de toutes les positions se rapprochant des positions courtes (*puts*, etc.) (ii) une déclaration d'intention en cas de franchissement de certains seuils, (iii) une publication agréée dans certaines situations (notamment en cas d'action de concert au sens des déclarations de franchissement de seuils) et (iv) l'indication de l'identité des investisseurs lui ayant prêté les titres. La réglementation sur les franchissements de seuils pourrait le cas échéant être renforcée (délais, contenu).
- ▶ **RECOMMANDATION N° 5**: Il pourrait être à nouveau envisagé de **priver l'emprunteur du droit de vote attaché aux actions prêtées** afin de lutter efficacement contre le phénomène de l'*empty voting*. Afin d'éviter le recours à la loi, la pratique de certains institutionnels consistant à **prévoir cette interdiction directement dans les contrats de prêt** pourrait être encouragée.

2. Renforcement du dialogue entre émetteurs et investisseurs

- ▶ **RECOMMANDATION N° 6**: L'engagement collectif des investisseurs pourrait également être promu à travers **la création d'une plateforme de dialogue actionnarial** permettant aux investisseurs de mettre en commun leurs revendications et d'engager un dialogue, le cas échéant, avec l'émetteur.
- ▶ **RECOMMANDATION N° 7**: La Commission a constaté que, de l'avis unanime des personnes entendues, le dialogue actionnarial est le meilleur moyen pour prévenir les campagnes activistes. Dans le prolongement des travaux du Club des juristes relatifs au dialogue entre les administrateurs et les actionnaires, la Commission recommande qu'une démarche de **dialogue préalable au lancement d'une campagne activiste publique** soit systématique. Avant la diffusion éventuelle d'un *white paper* par les activistes, les émetteurs devraient notamment disposer d'un **délai suffisant pour répondre** aux arguments soulevés et corriger les éventuelles erreurs avant la diffusion publique.
- ▶ Afin d'améliorer la qualité du dialogue, les parties prenantes pourraient s'entendre sur des principes communs et un **guide du dialogue actionnarial** pourrait être élaboré conjointement par les émetteurs, les investisseurs, les régulateurs et les autres acteurs de marché.
- ▶ **RECOMMANDATION N° 8**: La méthode d'élaboration du code de gouvernement d'entreprise pourrait également être réexaminée afin d'assurer la plus large acceptation possible de la part des investisseurs. **Les investisseurs pourraient ainsi à cette occasion se réunir en un comité unique** afin de parler d'une seule voix avec les émetteurs.

3. Réflexions sur le rôle de l'AMF et de l'ESMA

- ▶ **RECOMMANDATION N° 9**: La Commission recommande qu'une réflexion soit menée sur le **renforcement des moyens et du rôle de l'AMF**. Afin de garantir un cadre loyal à la campagne activiste, les pouvoirs de l'AMF prévus à l'article L. 621-18 du Code monétaire et financier pourraient être élargis afin de permettre d'exiger que les investisseurs, et pas seulement les émetteurs, corrigent ou complètent leurs déclarations publiques.
- ▶ **RECOMMANDATION N° 10**: La Commission recommande que soient précisés les comportements susceptibles de permettre la caractérisation d'une action de concert dans le cadre d'une campagne activiste, à l'instar de la liste blanche élaborée par l'ESMA pour la directive OPA (ESMA, 12 novembre 2013, *Information on shareholder cooperation and acting in concert under the Takeover Bids Directive*, ESMA/2013/1642).

4. Les normes nécessaires

- ▶ Pour l'essentiel, les mesures et recommandations envisagées ne supposent pas d'intervention législative mais plutôt une intervention des autorités de régulation (AMF et ESMA).
- ▶ De la part de l'AMF, cela supposerait l'adoption d'une recommandation relative à la transparence et à la loyauté des campagnes activistes (Recommandations n°s 1, 2, 3, 5) et au dialogue actionnarial (Recommandations n°s 6 et 7).
- ▶ De la part de l'ESMA, cela supposerait une clarification du cadre juridique applicable aux recommandations d'investissement (Recommandation n° 2) et de la notion d'action de concert (Recommandation n° 10).
- ▶ De la part du législateur, cela supposerait une intervention concernant les positions courtes et les franchissements de seuils (Recommandation n° 4), le renforcement des moyens financiers de l'AMF (Recommandation n° 9) et l'élargissement du champ d'application de l'article L. 621-18 du Code monétaire et financier (Recommandation n° 9).
- ▶ Dans le cadre de la révision en cours du règlement MAR, il faudrait s'attacher à garantir une plus grande sécurité juridique concernant les abus de marché.
- ▶ La Commission du Club des juristes est évidemment prête à participer à un suivi régulier de l'élaboration des textes et de la mise en œuvre des recommandations du présent rapport.

PARTIE I



ÉTAT DES LIEUX



- L'entreprise consistant à faire un état des lieux de l'activisme actionnarial est rendue particulièrement délicate par la diversité des activistes (I). La Commission du Club des juristes s'est donc attachée à identifier les comportements potentiellement discutables qui ont été observés (II).

CHAPITRE I

LA DÉFINITION DE L'ACTIVISME FACE À LA DIVERSITÉ DES ACTIVISTES

- L'activisme actionnarial présente une telle diversité que sa délimitation est des plus ardues. Il est pourtant nécessaire de rechercher une caractérisation rigoureuse et fiable dans la perspective d'une régulation adaptée et de la formulation de bonnes pratiques propres à l'activisme.

1. L'absence de définition juridique de l'activisme actionnarial

- Les définitions de l'activisme proposées en doctrine ne répondent qu'imparfaitement aux besoins d'un encadrement juridique. L'enjeu d'une définition est de fixer les frontières intérieures et extérieures d'une notion. La coïncidence entre la définition et son objet est d'autant plus stratégique qu'elle détermine le champ d'application de la règle de droit. Plusieurs critères ont été proposés pour définir l'activisme.

L'implication dans la société

- L'activiste est généralement une société gérant un fonds d'investissement qui revendique avant toute chose l'usage actif de ses droits d'actionnaire. Certaines définitions se fondent donc sur ce comportement. L'activisme est ainsi « l'influence de minoritaires sur la gouvernance, la stratégie, la politique financière ou la gestion d'une société »²⁰ ou bien « l'exercice effectif et stratégique de leurs prérogatives par un ou plusieurs actionnaires qui décident de réinvestir leurs droits, soit au cours de la vie de l'entreprise, que celle-ci soit in bonis ou en difficulté, soit dans le cadre d'une opération de marché »²¹.

20. A. GRUMBERG, « Pour un activisme actionnarial constructif », Les Échos, 19 octobre 2015.

21. M. GOLDBERG-DARMON, C. RUELLAN, « L'émergence d'un nouvel activisme actionnarial », *Actes pratiques & ingénierie sociétaire* novembre-décembre 2016, p. 1.

- C'est l'énergie déployée qui attire l'attention d'autres auteurs : l'activisme est « une doctrine ou une pratique qui met l'accent sur une action directe et vigoureuse, plus particulièrement pour exprimer son appui ou son opposition à l'égard d'une question controversée »²².

La critique des dirigeants

- Si l'activisme suscite autant d'intérêt et de réactions, c'est sans doute parce qu'il consiste à remettre en cause les choix des dirigeants, voire à déstabiliser les dirigeants eux-mêmes : l'activiste est donc « un actionnaire contestant la direction en place d'une société »²³ et qui n'hésite pas à « faire pression sur le *management* »²⁴.

La concomitance entre l'entrée au capital et la critique des dirigeants

- Le simple usage des droits de l'actionnaire ou même la critique des dirigeants ne sont pas l'apanage des activistes. L'activiste n'est donc pas un investisseur qui limite son propos à cette critique. Par une analyse de la chronologie ou de la motivation de son action, l'activisme peut donc être identifié lorsque des investisseurs « acquièrent des titres dans le but d'inciter la société à prendre des mesures susceptibles d'améliorer significativement sa valeur en bourse »²⁵.

Le faisceau d'indices

- D'autres définitions font appel à plusieurs des critères précédents. La définition la plus complète est la suivante : « un investisseur prenant une participation au capital d'une société cotée aux fins d'user de ses prérogatives d'actionnaire et de son pouvoir d'influence pour émettre, à l'égard des dirigeants de cette société, des revendications ou des critiques plus ou moins hostiles motivées par des objectifs financiers ou extra-financiers »²⁶. Ces éléments peuvent donc être retenus comme des conditions cumulatives ou bien comme autant d'indices formant un faisceau pour caractériser l'activisme.

- Dans le même esprit, il peut être fait référence tant à un « processus de contestation initié par un voire plusieurs actionnaires minoritaires », qu'à « l'exercice et mise en application par les actionnaires minoritaires des droits attachés aux actions d'une entreprise qu'ils détiennent, en vue d'influencer la gouvernance de celle-ci »²⁷. C'est également la démarche du groupe de travail de l'Afep. Après avoir souligné la difficulté de définir l'activisme, il propose finalement la technique du faisceau d'indices.

22. R. CRETE ET S. ROUSSEAU, « De la passivité à l'activisme des investisseurs institutionnels au sein des corporations : le reflet de la diversité des facteurs d'influence », *Revue de droit de Mc Gill* 1997, Vol. 42, 864-959.

23. O. DE VILMORIN, A. BERDOU, « *Vade-mecum* de l'actionnaire activiste », *BJB* 2016, n° 1, p. 16.

24. E. DUBOIS *in* C. NEUVILLE, A. GUENAOUI, A. D'ANDLAU, E. DUBOIS, L. BOISSEAU, M. GOLDBERG-DARMON, P. LEROY, H. DE VAUPLANE, « Fonds activistes : opportunité ou menace pour l'économie ? », *JCP E* 2018, n° 1439.

25. S. SCHILLER, « L'environnement réglementaire des fonds activistes », *JCP E* 2018, n° 1437.

26. N. BOMBRUN, J. AMSELLEM-VIGANO, « Développement de l'activisme actionnarial : Comment anticiper une campagne activiste ? », *RTDF* 2019.3.

27. V. DE BEAUFORT, « L'activisme actionnarial », présentation disponible sur le site internet <http://europe.vivianedebeaufort.fr/wp-content/uploads/2017/11/Activisme-actionnarial-MS-DAIM-ESSEC.pdf>, consulté le 23 septembre 2019.

- Toutes ces définitions décrivent de façon pertinente l'activisme mais aucune ne parvient à identifier juridiquement l'activiste. Elles englobent d'autres investisseurs que l'on peut certes qualifier d'actifs mais pas d'activistes, sauf à confondre le simple droit de critique avec une véritable campagne activiste.

2. L'irréductible hétérogénéité de l'activisme actionnarial

- La difficulté rencontrée pour définir l'activisme s'explique également par la grande diversité d'objectifs et de méthodes existant parmi les activistes.

Une composante variable des fonds d'investissement

- Certaines sociétés gérant des fonds d'investissement se sont spécialisées dans l'activisme actionnarial, à telle enseigne que cela constitue leur fonds de commerce principal. Pour d'autres, l'activisme n'est qu'un type de gestion parmi d'autres. Il est possible que ces gestionnaires de fonds prennent de temps à autres une position « passive » sans déclencher de campagne activiste. L'activisme n'est donc pas une qualité inhérente à certains fonds.
- D'autres investisseurs sont des activistes occasionnels qui n'agissent qu'en cas de *special situation*.

Des positions disparates

- Alors que certains activistes dépassent les seuils de 5 % ou de 10 % du capital, d'autres se contentent d'une faible détention et d'autres encore se limitent au *short selling*.
- Il est d'ailleurs possible de répartir les activistes en deux catégories. Certains sont courts ou *short* en ce qu'ils ne recourent qu'à des dérivés et notamment la vente à découvert. D'autres sont longs car ils investissent véritablement dans la société par l'acquisition d'actions.

Des préoccupations différentes et contradictoires

- Les thèmes de critique sont variés et peuvent même être contradictoires : la critique exprimée par l'activiste peut se concentrer sur la stratégie de la société, sur ses états financiers, son *management* et/ou sur les critères sociaux, environnementaux ou de gouvernance (ESG), etc. On a ainsi vu des gérants de fonds voter pour le renouvellement des dirigeants et contre l'organisation de la gouvernance.

Court terme vs. long terme

- Certains fonds sont « court-termistes » tandis que d'autres tentent de se rapprocher des stratégies de *private equity*, en cherchant à s'impliquer dans la gouvernance ou à peser sur la gestion de la société afin d'obtenir une réorientation stratégique sur le moyen terme.
- La qualification de long terme se prête à d'intenses controverses entre les parties prenantes. Les investisseurs *long only* invoquent leur souci

du long terme et leur alignement avec l'intérêt social. Ils se présentent même comme les meilleurs défenseurs de l'intérêt social pour lutter efficacement contre d'éventuels abus des dirigeants. Ils s'appuient d'ailleurs sur la durée moyenne de détention des actions, bien plus longue que la moyenne des investisseurs. Les activistes auditionnés se montrent attachés à leur réputation et à la crédibilité de leurs analyses et déclarent qu'ils ne risqueraient donc pas à les entacher en conduisant des opérations court-termistes qui les décrédibiliseraient.

- Il est souvent délicat d'établir à chaud si la manœuvre d'un activiste est court-termiste ou non. Seule une analyse *a posteriori* permet de conclure.

Des relations incertaines avec les principaux investisseurs

- La frontière entre l'activiste et les autres actionnaires est parfois poreuse. Alors qu'ils sont traditionnellement perçus comme acquis au *management*, les investisseurs institutionnels et les fonds « passifs » se font désormais plus actifs et n'hésitent pas à voter contre les résolutions présentées par le *management* voire, parfois, à rendre publique leur position. Certains peuvent préférer la discrétion : sans être eux-mêmes activistes, ils soutiennent, voire encouragent, des fonds activistes à agir. Au contraire, d'autres investisseurs refusent d'exprimer un soutien aux activistes en public ou en privé, ou ne réservent leur soutien qu'à certains activistes et pas à d'autres.

L'activisme caractérisé en tant que comportement

- Il est impossible de définir l'activiste comme une catégorie juridique d'actionnaire. C'est plutôt l'activisme qui peut être caractérisé en tant que comportement à une période donnée.
- La Commission s'est donc particulièrement intéressée au comportement des activistes qui, après avoir longuement étudié une entreprise, et acquis une participation minoritaire, longue ou courte, mais éventuellement significative, s'attachent à en faire réorienter la gouvernance ou la stratégie, généralement via un dialogue « vigoureux » avec ses dirigeants puis, le cas échéant, par le lancement d'une campagne publique visant à mobiliser les autres actionnaires.
- La polémique entre émetteurs et investisseurs s'est intensifiée ces dernières années autour de comportements qui exploitent les asymétries existant entre les règles applicables aux émetteurs et les règles applicables aux investisseurs. Les émetteurs reprochent aux activistes d'abuser d'une asymétrie réglementaire qui leur serait favorable tandis que les activistes dénoncent l'asymétrie de pouvoir et d'information profitant aux émetteurs et entravant leurs campagnes.
- Concrètement, les règles de communication sont peu contraignantes pour les activistes, alors que, pour une société, chaque communication aux actionnaires est encadrée strictement dans son contenu, son exactitude, sa fréquence et sa diffusion. La vraie nature de cette

asymétrie est cependant contestée par certains qui soulignent notamment la supériorité informationnelle de l'émetteur.

- La société peut aussi accéder aisément à ses actionnaires, notamment à ceux disposant de participations significatives, dont elle a une connaissance plus fine que le marché, grâce aux déclarations de franchissement de seuils statutaires ou à la procédure des titres au porteur identifiables (TPI), alors que l'activiste ne bénéficie pas d'un accès organisé aux autres actionnaires hors du cadre de l'assemblée générale pour s'exprimer officiellement et rencontrer les autres actionnaires²⁸. De plus, les dirigeants bénéficient des ressources, notamment financières, de la société pour se défendre alors que ce sont eux qui sont personnellement contestés et que l'activiste assure mieux représenter l'intérêt social.
- Les comportements discutables observés de part et d'autre tournent précisément autour de cette asymétrie ressentie par chacun en sa défaveur.

CHAPITRE II

DES COMPORTEMENTS PARFOIS DISCUTABLES

- Les campagnes activistes passées ont permis d'identifier certains comportements susceptibles de critique. Les constats sont nettement divergents selon qu'ils proviennent des émetteurs ou des activistes. Ces comportements s'observent tout au long de la campagne.

1. La construction de la position

- Première étape de la campagne activiste, la construction de la position inquiète. Les émetteurs dénoncent le recours à des techniques financières agressives, notamment au moyen de produits dérivés, dans une logique de dissimulation et de contournement des seuils statutaires et légaux. Cette dissimulation est d'autant plus aisée que la directive MIF²⁹ a provoqué une fragmentation de la liquidité. Les activistes auditionnés ont déclaré ne pas construire de position dans l'opacité, utiliser les dérivés seulement à la marge, lesquels sont

28. Rapp., proposant la tenue par l'émetteur d'un « registre des contacts dits *one to one* avec ses actionnaires avec ses actionnaires disposant par exemple d'une participation au capital ou en droits de vote supérieure à 0,5% du capital » : F. PELTIER, intervention à la Conférence Droit & Commerce *Gouvernance d'entreprise & engagement actionnarial : the new normal*, 18 octobre 2019.

29. Directive n° 2004/39/CE du Parlement européen et du Conseil du 21 avril 2004 concernant les marchés d'instruments financiers.

désormais largement couverts par la réglementation des déclarations de franchissement de seuils, et contestent le bien-fondé de cette critique.

- Tous s'accordent sur la nécessaire corrélation entre activisme et exposition économique, dans le prolongement des analyses déjà développées sur l'*empty voting*. Dans la mesure où l'activiste cherche à influencer sur le cours de la vie sociale, il n'est légitime que s'il en assume les conséquences en étant exposé à l'aléa social avec des actions détenues en propre. Les activistes auditionnés déclarent être irréprochables à dessein : puisqu'ils adoptent une position critique vis-à-vis de la société, ils doivent eux-mêmes être à l'abri de toute critique, au risque sinon de discréditer leur message.
- L'opacité de la construction des positions renvoie à la préoccupation récurrente relative à l'identification des actionnaires. Malgré les améliorations apportées par la directive Droits des actionnaires II³⁰, de nombreuses limites sont dénoncées en ce qu'elles empêchent de réaliser une photographie dynamique de l'actionnariat. La procédure des titres au porteur identifiables (TPI) est coûteuse, manque de fiabilité et souffre toujours d'un temps de retard par rapport au marché. Les déclarations de franchissement de seuil et d'intention interviennent de manière ponctuelle et ne permettent donc pas de suivre régulièrement l'évolution de l'actionnariat. Le contenu de ces déclarations est insuffisant pour bien comprendre la position de l'actionnaire. À ce sujet également, les activistes déclarent être irréprochables en se conformant à la réglementation. Ils soulignent par ailleurs le recours fréquent des émetteurs à l'insertion dans les statuts de seuils déclarables, qui peuvent démarrer à 0,5% du capital et permettent donc aux émetteurs, et eux seuls, d'avoir connaissance des positions de leurs actionnaires significatifs.

2. Le dialogue actionnarial

- Une fois que l'investisseur activiste est actionnaire, il est raisonnable d'attendre un dialogue constructif et privé entre l'activiste et l'émetteur lorsque les premières observations de l'activiste sont formulées. La pratique montre que cette approche est presque systématique³¹.

La qualité du dialogue avec l'activiste

- Dans le meilleur des cas, la tentative de dialogue aboutit à un apaisement, situation qui ne semble pas exceptionnelle et qui ne donne pas nécessairement lieu à publicité. Dans de nombreux cas cependant (bien que minoritaires par rapport au fonctionnement global du marché), elle butte sur une incompréhension réciproque³².

30. Directive n° 2007/36/CE du 11 juillet 2007 concernant l'exercice de certains droits des actionnaires de sociétés cotées.

31. En ce sens, voir *infra*, annexe 3.

32. Voir *infra*, annexe 3.

- Les investisseurs activistes sont soupçonnés par leurs cibles d'être des agitateurs uniquement préoccupés par le court terme, alors qu'ils s'en défendent vivement. Ils insistent sur la défense de l'intérêt social et la création de valeur à long terme, condition indispensable pour emporter l'adhésion des autres actionnaires et ne pas affecter leur crédibilité.
- Des activistes ont parfois reçu une fin de non-recevoir à leur demande de dialogue ou n'ont pas eu accès au conseil. Même si un dialogue est formellement engagé, certains émetteurs n'entendraient pas réellement les demandes des actionnaires activistes. Pourtant, les activistes auditionnés accordent beaucoup d'importance aux rencontres avec le *management* et avec les administrateurs car les dirigeants sont les mieux placés pour expliquer le fonctionnement de leur industrie. La plupart des entreprises se montrent prêtes à dialoguer au plus haut niveau³³. Ce dialogue est particulièrement important pour les activistes qui entendent devenir l'actionnaire de référence d'une société au capital écarté et veulent donc éviter tout conflit.
- Inversement, certains activistes choisissent la vitesse ou l'effet de surprise ce qui empêche tout dialogue préalable au lancement de la campagne publique. L'émetteur est alors réduit à accepter ou refuser les demandes de l'activiste. Plus généralement, on observe que l'échelle d'escalade d'un actionnaire activiste est beaucoup plus rapide que chez les autres investisseurs. Un blocage conduit alors l'activiste à engager une stratégie publique visant à fédérer les autres actionnaires autour de son action.
- L'enquête a révélé que les sociétés cibles qui avaient fait preuve de pédagogie avaient fini par avoir un dialogue constructif et apaisé avec les activistes³⁴.

La fréquence du dialogue avec les autres actionnaires

■ Le dialogue actionnarial est stratégique pour l'émetteur non seulement dans sa relation avec l'activiste mais également avec les autres actionnaires. Le conseil classiquement adressé aux émetteurs consiste à avoir un dialogue régulier et de qualité avec leurs principaux actionnaires. Un tel dialogue joue un rôle préventif, d'autant que les critiques des activistes sont souvent la simple reprise des critiques des actionnaires ayant renoncé à lutter ou ne souhaitant pas s'exposer directement. Ce dialogue joue également un rôle curatif lorsqu'en cours de campagne, l'émetteur peut s'assurer du soutien d'un actionnariat solide.

La limite de l'information privilégiée

■ Bien que la difficulté ait déjà été abordée³⁵, le risque qu'une information privilégiée soit échangée dans le cadre d'un dialogue privé inquiète

33. Voir *infra*, annexe 3.

34. Voir *infra*, annexe 3.

35. CLUB DES JURISTES, COMMISSION AD HOC, *Dialogue administrateurs-actionnaires*, décembre 2017, p. 33.

fréquemment. Néanmoins, plusieurs auditions montrent que ce risque est très largement exagéré. Les dirigeants habitués aux *roadshows* savent répondre aux investisseurs tout en respectant la limite de l'information privilégiée, d'autant que les discussions avec les activistes ne concernent pas souvent un déficit d'information mais plutôt, sur la base de l'information publique existante, une divergence dans l'analyse de la société. Pour écarter tout risque, certains activistes publient l'intégralité des échanges sur leur site internet. Cette précaution rend néanmoins impossible un dialogue purement privé et conduit donc à engager une campagne publique.

3. La campagne publique

- L'échec du dialogue privé conduit au lancement de la campagne publique. Lorsque la campagne activiste devient publique, les émetteurs déplorent l'agressivité des activistes tandis que les activistes auditionnés vantent une approche constructive, car s'impliquant concrètement dans la stratégie de la société.

La qualité de l'information

- L'exactitude de l'analyse est mise en doute par les émetteurs. Surtout, la communication de l'activiste est perçue comme déséquilibrée et équivoque, trop axée sur des considérations subjectives.
- Les activistes insistent sur l'étendue de leurs travaux préparatoires et rappellent que c'est la pertinence de leur analyse et non leur réputation qui fait le succès d'une campagne. Ils se targuent de travaux de recherche importants, représentant entre trois et six mois de recherche. Des rencontres sont organisées avec la société à différents niveaux, ainsi qu'avec les principaux concurrents, les clients, les fournisseurs, et les anciens administrateurs, et les salariés.

Le moment de l'information

- Les émetteurs expriment une vive préoccupation quant au moment choisi par l'activiste pour lancer sa campagne et dévoiler sa documentation. La publication de l'analyse de l'activiste en *quiet period* lui permet de bénéficier d'une caisse de résonance, amplifiée lorsqu'il met en ligne un site internet dédié à la campagne, tout en privant la société de toute possibilité de contradiction. Les activistes auditionnés nient toute difficulté eu égard à la durée très courte de la *quiet period* et au fait que l'influence des activistes se limite souvent à la période précédant l'assemblée générale annuelle, contrairement aux émetteurs qui communiquent toute l'année sur leurs résultats, sauf pendant la *quiet period*.

Les destinataires de l'information

- C'est surtout la communication avec les autres actionnaires qui préoccupe car elle est la clé du succès d'une campagne. Les activistes soulignent leur difficulté à échanger avec les autres actionnaires dont ils ne connaissent pas l'identité.

- Du point de vue de l'émetteur, il subsiste une frustration liée aux *roadshows* organisés par l'activiste en privé. Ils lui permettent d'adapter son discours à son interlocuteur et font donc courir le risque que des messages parfois contradictoires soient délivrés aux différents actionnaires. Ce faisant, tous les actionnaires ne bénéficient pas du même degré d'information. L'émetteur n'a pas du tout accès à ces échanges et ne peut donc pas y répondre.

4. Le vote en assemblée générale

La transparence de l'assemblée générale

- Le vote en assemblée générale est l'occasion de douter de la sincérité de chacun et suscite la crainte de manipulations de part et d'autre. Le vote en assemblée par un actionnaire ayant emprunté les titres est un vif sujet de préoccupation des émetteurs qui exigent une corrélation entre le vote et l'exposition économique et dénoncent l'*empty voting*. Pourtant, les activistes auditionnés affirment ne pas y procéder. L'article L. 225-126 du Code de commerce imposant une déclaration de la part de l'emprunteur ne paraît pas appliqué.
- Le défaut de transparence des assemblées est dénoncé par les activistes qui ont la plus grande peine à vérifier la régularité des votes. La directive Droits des actionnaires II³⁶ permet à chacun d'obtenir une confirmation de vote mais le contrôle de l'ensemble des votes souffre d'un manque de lisibilité.

Le rôle des autres actionnaires

- Les activistes qui présentent des résolutions en assemblée ont besoin du soutien des autres actionnaires. Or les investisseurs institutionnels et les fonds d'investissement peuvent adhérer à une thèse activiste. Ils y sont d'autant plus encouragés qu'ils ont une responsabilité fiduciaire à l'égard de leurs clients. Si les grands fonds d'investissement n'ont pas la capacité de réaliser une étude approfondie de chaque société en raison du grand nombre de lignes en portefeuille³⁷, ils peuvent adhérer à la thèse d'un activiste qui a réalisé cette étude en se concentrant sur un nombre réduit de sociétés et lui donner ainsi une résonance accrue.
- Les investisseurs auditionnés déclarent vérifier que la thèse d'investissement est souvent créatrice de valeur à long terme pour toutes les parties prenantes. Lorsque l'activiste propose des candidats au conseil, c'est la qualité de chaque candidat et le besoin de changement dans la gouvernance de l'émetteur qui vont déterminer le sens du vote.

36. Directive n° 2007/36/CE du 11 juillet 2007 concernant l'exercice de certains droits des actionnaires de sociétés cotées.

37. Rappr. A. DE LA CRUZ, A. MEDINA, Y. TANG, *Owners of the World's Listed Companies*, OECD Capital Market Series, 2019, p. 5, p. 6 et p. 22.

Le rôle des proxy advisors

- Les *proxy advisors* ont recommandé de voter en faveur des résolutions présentées par l'activiste dans la moitié des cas et observent une nette amélioration de la pertinence des résolutions ces dernières années.
- L'analyse de la thèse d'un activiste est doublement limitée. D'abord, les *proxy advisors* ne se prononcent que si la campagne activiste s'invite à l'assemblée générale. Ils ne disposent donc que d'un temps très limité, de quelques semaines, pour étudier ces résolutions et rencontrer la société ainsi que l'activiste. Ensuite, les *proxy advisors* auditionnés déclarent ne fonder leurs recommandations que sur l'information publique. Cette méthode joue donc en défaveur de l'activiste qui se contenterait d'un dialogue privé avec les autres actionnaires. Elle doit non seulement l'inciter à étoffer sa communication publique mais également à éviter de tenir des discours différents en fonction de l'interlocuteur.
- Pour statuer sur les résolutions présentées par un activiste, les *proxy advisors* s'assurent qu'un changement est nécessaire et que la solution proposée par l'activiste est la meilleure, comparée au *statu quo* ou aux autres propositions.
- Les clients des proxy advisors ont tendance à élaborer leur propre analyse pour les résolutions déposées par les activistes mais ils peuvent malgré tout consulter les recommandations de vote pour alimenter leur réflexion.
- Pour conclure, la Commission a noté que, malgré l'intensité des tensions entre émetteurs et actionnaires activistes, les personnes auditionnées faisaient montre d'une grande prudence à l'égard de nouvelles réglementations. Tous reconnaissent que le bon fonctionnement du marché et sa profondeur nécessitent l'engagement actionnarial. Tous sont conscients des risques que feraient prendre à la Place de Paris des règles trop spécifiques et différentes de celles en vigueur sur les autres places (à supposer d'ailleurs que la réglementation française puisse s'écarter significativement de la norme européenne). Tous, enfin, sont conscients que le jeu du marché est une « délicate balance » et qu'il faut veiller à ce que la réglementation n'emporte pas d'effets inattendus ou pervers.
- Pour autant, la situation présente ne peut être considérée comme satisfaisante, en raison d'asymétries sans doute injustifiées dans certains cas³⁸ ou de dérives comportementales qu'il serait souhaitable de corriger. Si les constats divergent, la conclusion est unanime : il faut rétablir un équilibre entre émetteurs et investisseurs.

38. L'asymétrie constitue l'un des domaines principaux des recommandations de la Mission d'information de l'Assemblée nationale : E. WOERTH, B. DIRX, *Rapport d'information n° 2287 sur l'activisme actionnarial*, 2019.

PARTIE II



PISTES DE RÉFLEXION



- Afin d'équilibrer les droits et devoirs des émetteurs et investisseurs, la Commission du Club des juristes a souhaité formuler des propositions afin de mieux encadrer les campagnes activistes (I), tout en renforçant le dialogue entre émetteurs et investisseurs (II). Enfin, une réflexion sur le rôle de l'AMF et de l'ESMA pourrait être initiée (III).

CHAPITRE I

L'ENCADREMENT DES CAMPAGNES ACTIVISTES

- Les émetteurs dénoncent l'absence d'« égalité des armes » lors des campagnes activistes³⁹. Afin de rééquilibrer les rapports émetteurs-activistes « à chaud », il pourrait être envisagé d'adopter de nouvelles règles de transparence (1), de mieux encadrer le *short selling* (2) et d'encadrer le prêt-emprunt de titres en période d'assemblée générale (3). L'application de règles de transparence en cas de *proxy fights* pourrait également être envisagée (4).

1. De nouvelles règles de transparence

L'annonce d'une campagne activiste

- La transparence est un axe privilégié de réflexion⁴⁰ tant pour l'activiste short que pour l'activiste long puisqu'elle présente notamment l'intérêt de ne pas entraver l'activisme actionnarial, tout en assurant la loyauté des rapports entre émetteurs et investisseurs⁴¹ et de la négociation sur les marchés financiers⁴².
- Le renforcement des règles de transparence pourrait passer par un abaissement généralisé des seuils légaux de déclaration de franchissement de seuil et de déclaration d'intention. À ce titre, l'idée a été récemment évoquée d'ajouter, pour les « grandes capitalisations » (supérieures à 1 milliard d'euros), une obligation de déclaration de

39. Voir *infra*, annexe 3.

40. La transparence constitue également l'un des domaines principaux des recommandations de la Mission d'information de l'Assemblée nationale : E. WOERTH, B. DIRX, *Rapport d'information n° 2287 sur l'activisme actionnarial*, 2019.

41. Suggérant un devoir de loyauté des fonds d'investissement, en raison de leur influence au sein de la société : I. PARACHKEVOVA, « Les obligations des fonds d'investissement au sein des sociétés cotées », *Rev. sociétés* 2015, p. 75.

42. Voir *infra*, annexe 3.

franchissement de seuil à 3 % du capital social ou des droits de vote (en plus du seuil actuel de 5 %), à l'instar du Royaume-Uni, ainsi qu'une obligation de déclaration d'intention lors du franchissement du seuil de 5 % du capital social et des droits de vote (en plus du seuil actuel de 10 %)⁴³.

- La Commission du Club des juristes s'est surtout intéressée à une évolution de la transparence centrée sur la campagne activiste, en respectant les contraintes partagées par les personnes auditionnées. Un consensus se dégage pour faire preuve d'une extrême prudence lorsqu'un renforcement de la transparence est envisagé. Si elle s'imposait à tous les acteurs du marché, la publicité qui en découle et la lourdeur administrative qu'elle impose pourraient produire des effets pervers, dont l'ampleur dépasserait largement les avantages et pourraient *in fine* nuire à la qualité du dialogue actionnarial. L'expérience montre d'ailleurs que le dialogue privé est largement préféré tant par les émetteurs que par les activistes⁴⁴. À ce titre, les déclarations de franchissement de seuils statutaires peuvent être un moyen pour les émetteurs de renforcer la transparence à leur bénéfice, sans que la participation de l'actionnaire activiste ne soit automatiquement rendue publique.
- Ainsi, 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. Pour les activistes, cela ferait basculer prématurément le dialogue entre les émetteurs et les activistes dans la sphère publique et empêcherait un dialogue serein.
- Dès lors, aucune déclaration supplémentaire ne devrait être imposée tant que l'activiste agit dans un cadre privé. Inversement, dès que l'activiste s'exprime publiquement, il serait pertinent de fixer de nouvelles exigences de transparence.
- Des nouvelles règles pourraient en effet 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. Cela inclurait notamment les situations dans lesquelles les positions de l'investisseur ont été diffusées publiquement, en particulier par voie de presse. Ainsi, puisque dans cette hypothèse, l'investisseur décide librement de donner une publicité à son action, cette transparence nouvelle se contenterait de compléter le contenu de la communication publique dont il est à

43. Contribution de Robert OPHÈLE aux réflexions sur l'activisme en bourse, 11 juillet 2019. Voir également E. WOERTH, B. DIRX, *Rapport d'information n° 2287 sur l'activisme actionnarial*, 2019, recommandation n° 1.

44. Voir *infra*, annexe 3.

l'initiative. Une telle obligation n'empêcherait pas d'investir et aurait le mérite de ne pas contraindre l'ensemble des investisseurs. 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. Une exception de *minimis* devrait être prévue afin de ne pas porter une atteinte excessive à la liberté d'expression : la transparence renforcée ne s'appliquerait qu'aux investisseurs ayant pris position publiquement et dépassant un certain seuil, par exemple 0,5% du capital ou des droits de vote de la société cible ou un seuil en fonction du montant de l'investissement.

- La déclaration pourrait être provoquée par l'AMF en s'inspirant du mécanisme de *put up or shut up* prévu pour les rumeurs de préparation d'une offre publique (article L. 433-1, V du Code monétaire et financier). Bien que l'actionnaire reste dans un cadre privé lorsqu'il ne se limite pas à un dialogue avec la société mais contacte également d'autres actionnaires, il provoque inévitablement une rumeur sur une campagne publique à venir. Un dispositif anti-rumeur aurait ainsi le mérite 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. L'AMF pourrait se fonder 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 ». La notion d'opération financière est suffisamment large pour appréhender l'hypothèse d'une prise de participation minoritaire suivie d'une campagne activiste.
- Les déclarations imposées en cas de franchissement de seuil et dans la déclaration d'intention sont tout aussi pertinentes dans le cadre d'une campagne activiste. La transparence imposée à l'activiste pourrait donc porter sur les mêmes sujets (articles L. 233-7, L. 233-9, L. 247-2 et R. 233-1 du Code de commerce, articles 223-14 s. du RGAMF). Cela permettrait en particulier d'exiger de l'activiste qu'il dévoile le nombre d'actions et de droits de vote détenus au sein de l'émetteur concerné ainsi que la détention d'une éventuelle position de couverture. La compréhension de l'exposition économique de l'activiste servira ainsi à évaluer le crédit à lui accorder et à bien comprendre sa stratégie.
- Le contenu d'une déclaration pourrait également être défini (mention de la nature de la participation détenue, du bénéficiaire ultime, de la couverture, de l'identité du prêteur en cas de prêt-emprunt de titres, etc.).
- L'AMF pourrait par ailleurs indiquer être particulièrement attentive à la qualité (clarté et complétude) du contenu des déclarations de franchissement de seuils dans ce contexte.

- Une fois cette déclaration effectuée, l'actionnaire activiste devrait la mettre à jour régulièrement tant que dure la campagne activiste car la justification de la déclaration perdure. La forme de cette mise à jour devrait être identique à celle des déclarations publiques sur la campagne.
- En outre, le délai de déclaration de franchissement de seuil pourrait le cas échéant être ramené à un ou deux jours, compte tenu des moyens techniques actuels.

Le white paper

- Bien que les activistes soient considérés comme des acteurs financiers très sophistiqués, le caractère insuffisant ou même caricatural de leurs thèses est parfois dénoncé par les émetteurs⁴⁵.
- Sans se prononcer sur le bien-fondé de cette critique, il pourrait être utile de réfléchir à l'introduction d'un **cadre juridique s'inspirant en partie de celui mis en place pour les recommandations d'investissement des analystes financiers**. En effet, bien que l'activiste ne présente pas sa thèse d'investissement comme une véritable recommandation d'investissement, il cherche à convaincre les autres actionnaires de la pertinence de sa vision stratégique, financière et managériale de l'entreprise. Les activistes jouissent d'une crédibilité importante à l'égard du marché et la communication de leur thèse sous forme de *white paper* soulève des difficultés similaires aux recommandations des analystes.
- Malgré cette similitude, il ne s'agit pas de traiter les activistes comme des professionnels de la recommandation d'investissement dans la mesure où leur approche est différente : au lieu de percevoir une rémunération directement pour leur analyse, ils prennent un risque véritable en investissant leur capital sur leur thèse d'investissement.
- Concernant les recommandations d'investissement proprement dites, la réglementation cherche à garantir l'objectivité des recommandations d'investissement et le traitement adéquat des conflits d'intérêts⁴⁶. Il est notamment exigé que les faits soient distingués des interprétations, estimations, opinions et autres informations non factuelles. La communication doit inclure un résumé de toute base d'évaluation ou de toute méthode et des hypothèses sous-jacentes utilisées pour évaluer un instrument financier ou un émetteur, ou pour fixer un objectif de prix.
- Un débat existe sur la qualification des publications d'un activiste en tant que recommandation d'investissement. Certains auteurs

45. Voir *infra*, annexe 3.

46. Règlement délégué (UE) n° 2016/958 du 9 mars 2016 complétant le règlement (UE) n° 596/2014 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.

vont jusqu'à considérer que le cadre juridique des recommandations d'investissement est d'ores et déjà applicable aux activistes en campagne. Au soutien de leur argumentation, les définitions retenues par les textes européens peuvent recouvrir la situation de l'activiste. Il est vrai que la définition des recommandations d'investissement est vaste : « des informations recommandant ou suggérant une stratégie d'investissement, 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 distribution ou au public »⁴⁷. De plus, la notion d'expert retenue par le règlement délégué désigne « une personne qui propose régulièrement des décisions d'investissement concernant des instruments financiers et qui (i) se présente comme ayant une expertise ou une expérience financière ou (ii) propose ses recommandations de façon telle que d'autres personnes pourraient raisonnablement penser qu'elle possède une expertise ou une expérience financière »⁴⁸. En outre, le champ d'application du règlement délégué est particulièrement large puisqu'il inclut la simple suggestion d'une stratégie d'investissement. En précisant un régime spécifique aux non-professionnels, le règlement délégué exprime son souhait de s'appliquer au-delà de la recommandation stricto sensu. Le règlement MAR indique cependant que la définition des informations recommandant ou suggérant une stratégie d'investissement n'inclut que les personnes « qui proposent directement une décision d'investissement déterminée concernant un instrument financier »⁴⁹. L'activiste se situe donc dans la zone grise du règlement MAR et du règlement délégué sur les recommandations d'investissement. Tout comme l'émetteur qui lui répondrait publiquement.

- Sans prendre position sur l'applicabilité du cadre juridique relatif aux recommandations d'investissement aux activistes, la Commission y voit une opportunité de renforcer la sécurité juridique, soit par la confirmation de cette interprétation extensive par l'ESMA, soit par l'introduction d'un dispositif similaire applicable aux campagnes activistes. Il s'agit de s'inspirer de la réglementation sur les recommandations d'investissement sans en reprendre l'intégralité des dispositions.
- À l'instar du Guide relatif à l'analyse financière⁵⁰ et de la Recommandation sur les agences de conseil en vote⁵¹, une recommandation de l'AMF serait la voie privilégiée pour procéder à cette extension. À ce titre, l'AMF a d'ores et déjà rappelé le 2 mai 2016 les règles applicables aux

47. Article 3, 1, 35, ii du Règlement (UE) n° 596/2014 du 16 avril 2014 sur les abus de marché (règlement relatif aux abus de marché), dit règlement MAR.

48. Article 1, a du Règlement délégué préc.

49. Article 3, 1, 34, ii du Règlement (UE) n° 596/2014 du 16 avril 2014 sur les abus de marché (règlement relatif aux abus de marché), dit règlement MAR.

50. AMF, *Guide relatif à l'analyse financière*, Position-recommandation AMF n° 2013-25.

51. AMF, *Agences de conseil en vote*, Recommandation AMF n° 2011-06.

recommandations d'investissement. Elle pourrait envisager de préciser les contours de ce régime dans le cadre d'une campagne activiste.

La quiet period

- Il convient de s'interroger sur **la controverse portant sur l'attitude des activistes en quiet period**. En effet, les émetteurs souhaitent que les activistes s'abstiennent de communiquer sur un émetteur pendant les périodes au cours desquelles cet émetteur et les analystes s'abstiennent de communiquer⁵². Cette règle de bonne conduite permettrait également d'éviter que les activistes utilisent l'annonce des résultats annuels ou intermédiaires de l'émetteur comme une « caisse de résonance » pour leurs thèses d'investissement.
- Si l'activiste s'est exprimé juste avant le début de la *quiet period*, l'émetteur devrait être en mesure de réagir sans délai, par exception aux règles prévues pour la *quiet period*. L'émetteur peut néanmoins préférer la prudence et différer sa réponse. Dans ce cas, il peut communiquer immédiatement en indiquant que la publication de l'activiste est inexacte ou incomplète et qu'il réserve sa réponse à la fin de la *quiet period*.
- Afin de garantir la bonne application de cette règle, chaque émetteur devrait publier sur son site internet les dates de *quiet period*⁵³.
- Enfin, il semble nécessaire de rappeler que rien n'interdit juridiquement à un émetteur de communiquer en *quiet period*. En *quiet period*, un émetteur reste silencieux, ne rencontre personne et diffère la publication de l'information tant que les informations trimestrielles, les résultats semestriels ou les résultats annuels n'ont pas été dévoilés. Il s'agit essentiellement d'une pratique de marché, sans fondement textuel. Un embargo est recommandé par l'AMF : « Afin de ne pas courir le risque de communiquer des informations financières parcellaires qui peuvent conduire leurs destinataires à anticiper les résultats de la société avant leur publication, l'AMF recommande aux émetteurs de faire précéder l'annonce de leurs résultats annuels, semestriels ou trimestriels d'une période pendant laquelle ils se refusent à donner aux analystes financiers et aux investisseurs des informations nouvelles sur la marche de leurs affaires et leurs résultats. Afin d'assurer une efficacité maximale à cette période d'"embargo", l'entreprise devrait sensibiliser ses principaux responsables, y compris opérationnels, susceptibles d'être interrogés »⁵⁴.
- Cette pratique traduit néanmoins la prudence dont il faut faire preuve en matière de communication financière au regard du risque que l'information

52. Voir *infra*, annexe 3.

53. En ce sens : AMF, *Guide de l'information permanente et de la gestion de l'information privilégiée*, Position-recommandation DOC-2016-08, n° 1.6.1, al. 2.

54. AMF, *Guide de l'information permanente et de la gestion de l'information privilégiée*, Position-recommandation DOC-2016-08, n° 1.6.1, al. 1^{er}. Rappelant le principe d'égalité d'accès à l'information : AMF, *Guide de l'information périodique des sociétés cotées sur un marché réglementé*, Position-recommandation DOC-2016-05, n° 4.3. Voir également n° 13.3.

soit jugée fausse ou trompeuse *a posteriori* ou qu'une information privilégiée ne soit communiquée qu'à certains. Puisque la *quiet period* résulte d'une pratique, l'émetteur peut donc exceptionnellement sortir de sa réserve lorsque la situation le justifie. La COB l'avait d'ailleurs précisé au sujet des informations privilégiées : « Cette période d'embargo sur les résultats ne dispense toutefois pas l'entreprise de fournir au marché des informations ponctuelles sur tout fait important survenu pendant cette période et 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 »⁵⁵. L'AMF va dans le même sens : « L'AMF souhaite [...] rappeler que le recours à une procédure d'embargo ne dégage pas pour autant les dirigeants de leurs responsabilités et obligations en matière de transmission et d'utilisation d'informations sensibles »⁵⁶.

- ▶ **RECOMMANDATION N° 1 :** La Commission considère que le rééquilibrage des rapports émetteurs-activistes devrait passer en priorité par un renforcement du dispositif de transparence s'appliquant aux investisseurs prenant des positions publiquement, directement ou indirectement, en vue d'influencer la stratégie, la situation financière ou la gouvernance d'un émetteur. Un activiste ayant pris position publiquement devrait déclarer notamment ses niveaux de participation, le type de titres détenus, et son éventuelle couverture. Cette information devrait être mise à jour en fonction de l'évolution de la campagne. En cas de rumeurs de préparation d'une campagne activiste, l'AMF pourrait demander à l'investisseur de confirmer ou d'infirmer l'information.
- ▶ **RECOMMANDATION N° 2 :** La Commission recommande que les informations publiques diffusées par les activistes, dans le cadre d'une campagne, soient soumises à des règles comparables à celles qui s'appliquent aux recommandations d'investissement, de façon à garantir l'objectivité des informations contenues dans les white papers publiés par les activistes, ainsi qu'un traitement adéquat des conflits d'intérêts. À cet égard, il serait souhaitable de préciser si la réglementation en vigueur (Règlement délégué n° 2016/958 du 9 mars 2016) s'applique d'ores et déjà dans un tel cadre. À défaut, il conviendrait de recommander que les activistes appliquent des règles analogues dans le cadre de leur campagne. [...]
- ▶ **RECOMMANDATION N° 3 :** Afin d'assurer la loyauté des échanges entre émetteurs et activistes, ces derniers devraient s'abstenir de procéder à des communications ou publications au cours des « quiet periods » auxquelles sont soumis les émetteurs. Cumulativement, les conditions dans lesquelles les émetteurs peuvent réagir dans ces circonstances pourraient être clarifiées.

55. COB, Rapport du groupe de travail présidé par Monsieur Jean-François Lepetit sur les « avertissements sur résultats » et recommandations proposées, 2000, p. 17.

56. AMF, « L'AMF rappelle aux dirigeants de société que la communication sous embargo ne les dégage pas de leur responsabilité », *Revue mensuelle de l'Autorité des Marchés Financiers*, 2004, n° 7, p. 143 ; AMF, *Guide de l'information permanente et de la gestion de l'information privilégiée*, Position-recommandation DOC-2016-08, n° 1.6.1, al. 3.

2. L'encadrement du short selling

- Si cette pratique semble s'éloigner des mécanismes traditionnellement utilisés par les actionnaires activistes, dont la plupart se présentent comme *long only*, il pourrait être opportun de procéder à une nouvelle évaluation du dispositif mis en place par le règlement n° 236/2012, compte tenu de la récente montée en puissance des ventes à découvert⁵⁷.
- Cette nouvelle évaluation permettrait, le cas échéant, de préciser le dispositif actuel qui se limite à une simple déclaration de franchissement de seuil⁵⁸ et éventuellement de le compléter par une **déclaration d'intention en cas de franchissement de certains seuils ou par une publication agrégée dans certaines situations (notamment en cas d'entente ou d'action de concert au sens des déclarations de franchissement de seuils)**. La déclaration de franchissement de seuil devrait préciser toutes les positions détenues par le déclarant se rapprochant des positions courtes, telles que les *puts*.
- Il pourrait être envisagé d'intégrer dans le calcul d'une position courte soumise à déclaration lors d'un franchissement de seuil les instruments financiers de type *Credit Default Swaps* (CDS), convertibles ou autres, dont la valorisation est corrélée avec celle du contrat de vente à terme, et qui concourent à l'exposition nette d'un acteur de marché sur une société cotée⁵⁹.
- Afin de lutter contre les excès de la vente à découvert, l'AMF devrait conforter son pouvoir d'injonction en cas de manipulations de cours, et en particulier dans l'hypothèse de comportements « susceptibles de fixer à un niveau anormal ou artificiel le cours d'un [...] instrument financier »⁶⁰, sans qu'il soit nécessaire, selon la Commission, d'introduire une présomption de fonctionnement anormal du marché dans le cas où la vente à découvert d'un titre financier dépasserait certaines limites⁶¹.
- Enfin, il pourrait être opportun de contraindre le *short seller* à déclarer l'identité des investisseurs lui ayant prêté les titres. Une règle spécifique pourrait également s'appliquer aux investisseurs institutionnels afin de responsabiliser le recours aux prêts-emprunts de titres, les prêteurs étant contraints d'assumer leur décision en période de campagne activiste.

57. L'encadrement de la vente à découvert constitue l'un des domaines principaux des recommandations de la Mission d'information de l'Assemblée nationale : E. WOERTH, B. DIRX, *Rapport d'information n° 2287 sur l'activisme actionnarial*, 2019.

58. Il a notamment été envisagé (i) de préciser dans la déclaration de franchissement de seuil la nature des opérations menant au franchissement de seuil et la nature des instruments permettant de garantir la livraison à la date de déboucement, (ii) de fournir certaines informations sur la détention d'instruments financiers de type CDS, convertibles ou autres, dont la valorisation est corrélée avec celle du contrat de vente à terme ou (iii) de donner des informations en cas de prise de position concomitante sur les instruments de dette.

59. En ce sens : E. WOERTH, B. DIRX, *Rapport d'information n° 2287 sur l'activisme actionnarial*, 2019, recommandation n° 9.

60. Article 12 du Règlement MAR.

61. *Contra* : E. WOERTH, B. DIRX, *Rapport d'information n° 2287 sur l'activisme actionnarial*, 2019, recommandation n° 9.

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

3. L'encadrement du prêt-emprunt de titres en période d'assemblée générale

- Pour l'activiste long, la pratique du prêt-emprunt de titres permet d'acquérir une quantité importante d'actions juste avant l'assemblée générale afin de renforcer son poids en assemblée sans pour autant être exposé au risque économique. En cela, cette pratique entre en contradiction avec un principe directeur du droit des sociétés selon lequel l'actionnaire se voit consentir le droit de participer aux décisions collectives en raison et proportionnellement à son exposition économique. Toutefois, plusieurs exemples illustrent la possibilité légale de scinder l'exposition économique du droit de vote attaché aux actions⁶².
- L'exercice du droit de vote par le seul prêteur et la suspension du droit de vote pour l'emprunteur des titres avaient été envisagés par le rapport du groupe de travail de l'AMF sur les opérations de prêt-emprunt de titres, tout en soulignant les difficultés que soulevait leur mise en œuvre⁶³. Si l'on exclut l'exercice du droit de vote par le seul prêteur en raison d'importantes difficultés techniques évoquées à l'époque, la suspension du droit de vote pourrait être reconsidérée⁶⁴. Cette suspension pourrait notamment dépendre d'un critère chronologique (elle ne concernerait que les actions acquises dans un certain délai précédant l'assemblée) et serait appliquée par l'émetteur sur la base des déclarations de prêt-emprunt devant être effectuées sous peine d'une privation du droit de vote (article L. 225-126 du Code de commerce). Le rapatriement des titres par le prêteur en période d'assemblée, solution adoptée par

62. L'article L. 228-3-2 du Code de commerce prévoit que l'intermédiaire inscrit peut, en vertu d'un mandat général de gestion des titres, transmettre pour une assemblée le vote ou le pouvoir d'un actionnaire non-résident. C'est également le cas de l'article 2023 du Code civil qui donne au fiduciaire les pouvoirs les plus étendus sur le patrimoine fiduciaire, avec une séparation entre l'exercice des droits de vote par le fiduciaire et l'intérêt économique du bénéficiaire. C'est enfin le cas des mandataires qui, le plus souvent, ne justifient pas d'un intérêt économique (M. THOUCH, T. AMICO, « L'empty voting », *Revue de Droit bancaire et financier* 2008, n° 5, p. 7).

63. AMF, *Rapport sur les opérations de prêt emprunt de titres en période d'assemblée générale d'actionnaires*, Groupe de place présidé par Yves Mansion, 2008, p. 12 s.

64. Rappr. considérant que le prêt-emprunt conduit à une captation du droit de vote : A. COURET, « La promotion du droit de vote : vers une authentique démocratie actionnariale ? », *RJ com.* 2018, n° 6, p. 457.

certaines sociétés de gestion de portefeuille, pourrait également être envisagé⁶⁵.

- D'autres sanctions dissuasives avaient été discutées : la mise sous séquestre des titres, prononcée par le tribunal de commerce statuant en la forme des référés, la suspension judiciaire des droits de vote à la demande de la société, d'un actionnaire ou de l'AMF, ainsi qu'une sanction pécuniaire.
- Comme le soulignait le rapport Mansion, les conditions de cet encadrement du droit de vote devraient être fixées de façon à garantir le nécessaire bon fonctionnement du marché du prêt de titres et ne pas accroître les risques juridiques pesant sur les assemblées. Une intervention législative serait nécessaire.
- Les auditions des gérants de fonds d'investissement montrent que ceux-ci ne veulent pas renoncer au prêt-emprunt mais qu'une pratique contractuelle intéressante s'est développée : certains contrats de prêts stipulent l'interdiction pour l'emprunteur de faire usage du droit de vote attaché aux actions prêtées. Il s'agit de la solution préconisée par l'*European Corporate Governance Forum*⁶⁶ ou par l'*International Corporate Governance Network*⁶⁷ qui publie un code dédié à l'emprunt d'actions. Le UK *Money Markets Code* consacre également certaines dispositions au prêt de titres prévoyant que des actions ne doivent pas être empruntées aux seules fins de voter. Cette pratique pourrait être adoptée en généralisant une clause d'interdiction de vote dans les contrats types.
- C'est surtout l'inapplication du droit positif (article L. 225-126 concernant la déclaration des prêts-emprunts de titres en période d'assemblée générale) qui interpelle et requiert une meilleure compréhension. Il serait judicieux d'engager une réflexion, le cas échéant à l'échelle européenne, pour développer une plus grande transparence du prêt-emprunt de titres⁶⁸.

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

65. Il s'agit de la solution retenue par certains codes de bonne conduite, tels que le Règlement de déontologie des OPCVM et de la gestion individualisée sous mandat de l'AFG, ainsi que par l'*European Securities Markets Expert Group (ESME)* (ESME, *First report of ESME on the Transparency Directive*, 5 décembre 2007).

66. *European Corporate Governance Forum*, Annual Report 2008, p. 3 et 4.

67. ICGN, *Securities Lending Codes of Best Practice* (2016).

68. Encourageant les places financières à développer des outils de transparence et soutenant l'émergence d'une place de marché centralisée des prêts-emprunts de titres : E. WOERTH, B. DIRX, *Rapport d'information n° 2287 sur l'activisme actionnarial*, 2019, recommandation n° 10.

4. L'extension de la réglementation sur la sollicitation active de mandats à la campagne activiste

- La réglementation sur la sollicitation active de mandats (articles L. 225-106-1 s. et R. 225-82-3 du Code de commerce) issue de la transposition de la directive Droits des actionnaires⁶⁹ pourrait utilement **encadrer les *proxy fights*** pour les activistes longs. En effet, bien que l'activiste ne sollicite pas toujours explicitement de mandats et n'assume donc pas de responsabilité fiduciaire, une campagne publique à l'occasion d'une assemblée générale vise à fédérer les autres actionnaires sur sa thèse d'investissement pour obtenir des votes favorables en assemblée générale. Les enjeux sont donc suffisamment proches pour imposer également aux activistes en campagne « un niveau adéquat de fiabilité et de transparence »⁷⁰. À ce titre, la définition de la sollicitation active de mandats semble d'ores et déjà suffisamment large pour y inclure tout démarchage incitant les actionnaires à conférer un mandat, sans en avoir nécessairement l'objet ou l'effet⁷¹. Les mêmes exigences de transparence pourraient concerner 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. Cela lui imposerait de clarifier les motifs de son vote et de s'y conformer lors de l'assemblée générale (article L. 225-106-2 du Code de commerce), et de gérer les **conflits d'intérêts** auxquels il serait exposé. Plus largement, cet investisseur devrait également 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. Instaurer une telle communication systématique serait cohérent avec les règles régissant les *proxy fights* aux États-Unis.
- Au-delà des règles existantes, plusieurs idées sont apparues. Par symétrie avec l'obligation de gérer la société dans son intérêt social, en prenant en considération les enjeux sociaux et environnementaux de son activité (article 1833, al. 2 du Code civil) et avec l'obligation d'établir une déclaration de performance extra-financière (article L. 225-102-1 du Code de commerce), l'activiste pourrait être tenu d'expliquer dans quelle mesure son approche intègre, pour la société considérée, son intérêt social, en prenant en considération les enjeux sociaux et environnementaux de son activité.
- Enfin, l'activiste qui s'est lancé dans une campagne publique devrait publier tous les documents qu'il adresse en privé à d'autres actionnaires, afin non seulement d'assurer l'égalité d'information de tous les actionnaires mais également d'assurer la loyauté des échanges avec l'émetteur.

69. Directive n° 2007/36/CE du 11 juillet 2007 concernant l'exercice de certains droits des actionnaires de sociétés cotées.

70. Directive n° 2007/36/CE du 11 juillet 2007, préc., considérant 10.

71. A. OMAGGIO, « Transposition de la Directive relative aux droits des actionnaires de sociétés cotées », *JCP G* 2011, p. 331.

► **RECOMMANDATION N° 2:** [...] Il est en outre proposé que, durant une campagne publique, l'activiste (i) explique dans quelle mesure son approche intègre, pour la société, son intérêt social, en prenant en considération les enjeux sociaux et environnementaux de son activité et (ii) publie tous les documents qu'il adresse en privé à d'autres actionnaires. Il est enfin proposé de s'inspirer des règles relatives à **la sollicitation active de mandats** pour assurer une transparence quant aux motifs de leur vote.

CHAPITRE II

L'AMÉLIORATION DU DIALOGUE ENTRE EMETTEURS ET INVESTISSEURS

■ Pour répondre aux attentes des investisseurs, la création d'une plateforme de dialogue actionnarial (A) et, plus généralement, la promotion du dialogue actionnarial en amont de la campagne et pendant son déroulement (B) seraient des outils intéressants. Dans la perspective d'une amélioration du gouvernement d'entreprise, l'implication des investisseurs dans le processus d'élaboration du code de gouvernement d'entreprise mérite d'être évoquée (C).

1. Dialogue collectif : la création d'une plateforme de dialogue actionnarial

- Sans remplacer le dialogue individuel, la création d'une plateforme de dialogue actionnarial servirait à organiser un « engagement » collectif avec les émetteurs. Une telle plateforme serait un cadre approprié pour répondre aux réclamations des actionnaires et engager un dialogue continu, en particulier en matière de gouvernance.
- Plusieurs initiatives de place fournissent de précieux enseignements.
- L'*Investor forum* anglais est utile (i) pour les investisseurs professionnels qui n'ont pas aisément accès aux administrateurs ou (ii) comme méthode de résolution d'un conflit larvé qui n'a pas pu être résolu via un dialogue individuel. Il s'agit sans doute de la forme la plus structurée et aboutie de dialogue collectif organisé, avec un budget et une gouvernance dédiés. En pratique, après avoir adressé un courrier à la société pour présenter les analyses des actionnaires, un membre de l'*Investor forum* rencontre les dirigeants pour leur présenter les demandes communes de ces actionnaires. L'*Investor forum* offre un

cadre intéressant au dialogue collectif puisqu'une action de concert devrait logiquement être exclue dans ce cas. Il faut relever que les engagements collectifs menés sous l'égide de l'*Investor forum* font l'objet d'une publicité ex post. Il n'est évidemment pas question de dupliquer fidèlement l'*Investor forum* mais plutôt de s'en inspirer pour l'adapter aux spécificités de la place de Paris.

- Les principes pour l'investissement responsable (PRI) sont également une pratique de marché novatrice. Les PRI regroupent des investisseurs du monde entier et fournissent de nombreux services à leurs signataires. Parmi eux, figurent des actions d'engagement collaboratif visant à maximiser l'impact collectif des investisseurs (*PRI-coordinated engagements*) sur les critères ESG. Les investisseurs peuvent notamment désigner l'un d'entre eux pour mener le dialogue avec un émetteur, un *lead investor* chargé de rencontrer la société et de dresser les priorités. Généralement, les PRI ne s'intéressent pas à une société en particulier mais cherchent plutôt à résoudre des problèmes identifiés de façon globale, comme la lutte contre la corruption ou l'évasion fiscale. Les PRI utilisent abondamment les outils numériques pour diffuser l'information et collaborer. La démarche est d'autant mieux reçue que plusieurs entreprises ont déclaré être demandeuses d'investisseurs responsables particulièrement attentifs aux critères ESG.
- Aux Pays-Bas, *Eumedion* fournit une plateforme à ses membres pour organiser un dialogue collectif avec les sociétés cotées. Un *lead investor* est désigné pour assurer le suivi d'une société donnée et mener le dialogue avec la société, avec un *opt-in* possible pour les autres investisseurs qui peuvent ainsi se joindre au dialogue.
- Au Japon, l'*Institutional Investors Collective Engagement Forum* (IICEF) organise un dialogue collectif dans le seul but d'assurer une meilleure compréhension mutuelle mais pas de demander des changements significatifs dans les activités de la société. Après un échange de courriers avec l'IICEF, l'émetteur rencontre les investisseurs qui le souhaitent.
- Un dialogue collectif est également organisé par le *Carbon Disclosure Project* (CDP), le *Shareholders for Change* (SfC), l'*Access to Medicine Foundation* (ATM) et la *Climate Action 100+ initiative* ainsi que, de manière plus informelle, par l'*International Corporate Governance Network* (ICGN), le *European Fund And Asset Management Association* (EFAMA) et le *European Sustainable Investment Forum* (EUROSIF).
- Ce faisant, les émetteurs pourraient prévenir une campagne activiste et, si une campagne intervient, dialoguer efficacement avec les actionnaires. Une telle plateforme serait d'autant plus intéressante pour les activistes qui regrettent de ne pas pouvoir échanger avec les autres actionnaires en dehors de l'assemblée générale alors que ces échanges sont essentiels à la réussite d'une campagne. L'engagement collectif présente aussi l'avantage pour la société de connaître les

demandes communes de ses actionnaires et d'éviter ainsi que le dialogue soit dominé par un actionnaire en particulier. Reste à s'assurer que la plateforme de dialogue elle-même ne soit pas dominée par certains investisseurs au détriment des autres.

- La réussite d'une telle plateforme dépend de l'adhésion la plus large possible de la part des investisseurs et ne doit pas se limiter aux investisseurs français. La plateforme devrait donc idéalement organiser le dialogue à l'échelle européenne, afin de réunir largement les investisseurs comme les émetteurs de toute l'Europe. Un cadre non contraignant avec la participation des associations d'investisseurs (AFG, PRI) devrait être privilégié, avec l'utilisation des outils numériques pour faciliter les échanges.
- En fonction des initiatives, la plateforme de dialogue actionnarial pourrait couvrir tout le territoire européen ou seulement le territoire français. Une réunion organisée par le Ministère de l'Économie et des Finances assurerait une promotion d'un tel espace de dialogue, comme cela a déjà été réalisé avec la Plateforme RSE, installée par le Premier ministre au sein de France Stratégie en 2013. La Commission européenne pourrait également intervenir afin d'organiser une plateforme à l'échelon européen.
- Par ailleurs, les investisseurs institutionnels et les sociétés de gestion devraient toutes indiquer dans leur politique de vote dans quelle mesure ils prennent en compte les demandes des activistes.

► **RECOMMANDATION N° 6** : L'engagement collectif des investisseurs pourrait également être promu à travers la **création d'une plateforme de dialogue actionnarial** permettant aux investisseurs de mettre en commun leurs revendications et d'engager un dialogue, le cas échéant, avec l'émetteur.

2. Le renforcement du dialogue actionnarial en amont de la campagne

- Le Club des juristes a déjà consacré des travaux au dialogue actionnarial. Il proposait notamment que le Code Afep-Medef recommande que les émetteurs mettent en place une politique de dialogue intégrant le conseil d'administration⁷². Il suggérait également à l'AFG d'engager une réflexion en vue d'intégrer le dialogue entre administrateurs et actionnaires dans ses recommandations⁷³. Aucune intervention de la part du législateur ou de l'autorité de régulation n'était envisagée⁷⁴. Depuis la révision de juin 2018, le Code Afep-Medef

72. CLUB DES JURISTES, COMMISSION AD HOC, *Dialogue administrateurs-actionnaires*, décembre 2017, p. 62.

73. *ibid.*

74. *ibid.*

y consacre désormais explicitement une disposition : « *Les relations des actionnaires avec le conseil d'administration notamment sur les sujets de gouvernement d'entreprise peuvent être confiées au président du conseil d'administration ou, le cas échéant, à l'administrateur référent. Celui-ci rend compte au conseil d'administration de cette mission* » (§ 4.4). Dans son rapport 2018, le HCGE a néanmoins estimé que cette formulation du Code reste légèrement en deçà du code britannique qui invite le président à échanger avec les actionnaires importants, non seulement sur la gouvernance mais aussi la stratégie et la performance⁷⁵.

- Malgré ces interventions et les avantages indéniables du dialogue pour les émetteurs⁷⁶, les activistes auditionnés continuent de souligner les difficultés pour échanger avec les administrateurs et les dirigeants exécutifs cependant que les émetteurs regrettent que les actionnaires ne s'engagent pas davantage dans un dialogue régulier⁷⁷. Pourtant, seul un dialogue régulier et de qualité en amont permet de prévenir des campagnes activistes qui peuvent déstabiliser les émetteurs concernés. En outre, une fois la campagne activiste engagée, un dialogue constructif avec l'activiste comme avec les autres actionnaires reste la réaction la plus appropriée.
- Les travaux précédents du Club des juristes avaient précisément cherché à rassurer en écartant un à un les obstacles potentiels au dialogue entre administrateurs et actionnaires : ni la représentation légale, ni la hiérarchie des organes sociaux⁷⁸, ni la collégialité du conseil⁷⁹, ni la confidentialité⁸⁰, ni l'égalité des actionnaires n'empêchent ce dialogue, sous réserve de ne pas communiquer d'information privilégiée⁸¹.
- Notre enquête confirme que les émetteurs sont ouverts au dialogue, y compris au plus haut niveau du *management*⁸². L'enquête comme les activistes auditionnés indiquent qu'un échange constructif avec le management et le conseil est toujours privilégié⁸³. Ce n'est qu'en cas d'échec que la campagne devient publique.
- Il est donc proposé de faire de ce dialogue une étape préalable obligatoire avant le lancement d'une campagne activiste publique, que l'activiste soit *short* ou long. Avant la diffusion du *white paper*, les émetteurs devraient notamment disposer d'un délai bref pour répondre aux arguments soulevés par l'activiste et corriger les éventuelles erreurs. Une telle obligation est à rapprocher du droit positif qui impose déjà aux *proxy advisors* et aux agences de notation de dialoguer avec les

75. HCGE, rapport 2018, p. 24.

76. Voir *infra*, annexe 3.

77. Voir *infra*, annexe 3.

78. CLUB DES JURISTES, COMMISSION AD HOC, *Dialogue administrateurs-actionnaires*, décembre 2017, p. 30.

79. Sous réserve de la communication d'informations induisant en erreur : *ibid.*, p. 32.

80. *ibid.*, p. 33.

81. *ibid.*

82. Voir *infra*, annexe 3.

83. Voir *infra*, annexe 3.

émetteurs précisément parce que leurs annonces peuvent provoquer un choc⁸⁴.

- Pour un activiste short, ce dialogue serait vraisemblablement plus rapide. Il servirait essentiellement à vérifier l'exactitude des informations utiles à l'activiste.
- Cette règle faisant du dialogue une étape préalable obligatoire avant le lancement d'une campagne activiste publique pourrait prendre la forme d'une recommandation de l'AMF.
- Afin d'améliorer la qualité du dialogue, les parties prenantes pourraient s'entendre sur des principes communs et un guide du dialogue actionnarial pourrait être élaboré conjointement par les émetteurs, les investisseurs, les régulateurs et les autres acteurs de marché⁸⁵.

► **RECOMMANDATION N° 7** : La Commission a constaté que, de l'avis unanime des personnes entendues, le dialogue actionnarial est le meilleur moyen pour prévenir les campagnes activistes. Dans le prolongement des travaux du Club des juristes relatifs au dialogue entre les administrateurs et les actionnaires, la Commission recommande qu'une démarche de **dialogue préalable au lancement d'une campagne activiste publique** soit systématique. Avant la diffusion éventuelle d'un *white paper* par les activistes, les émetteurs devraient notamment disposer d'un délai suffisant pour répondre aux arguments soulevés et corriger les éventuelles erreurs avant la diffusion publique.

Afin d'améliorer la qualité du dialogue, les parties prenantes pourraient s'entendre sur des principes communs et un **guide du dialogue actionnarial** pourrait être élaboré conjointement par les émetteurs, les investisseurs, les régulateurs et les autres acteurs de marché.

3. La méthode d'élaboration du code de gouvernement d'entreprise

- Un fonds activiste auditionné a insisté sur la critique récurrente relative à la méthode d'élaboration du Code Afep-Medef. Depuis 2017, une fois que le projet de code révisé a été élaboré conjointement par l'Afep et le Medef, il est publié afin de permettre à toute personne intéressée d'apporter sa contribution (§ 28 du code). Cette consultation publique est conduite sous l'égide d'une personnalité qualifiée et indépendante. Tout en prenant en considération les différentes contributions, les

84. Article 3 *undecies*, 2°, f de la Directive n° 2007/36/CE du 11 juillet 2007 concernant l'exercice de certains droits des actionnaires de sociétés cotées ; Annexe I, section D, 3° du Règlement n° 1060/2009 du 16 septembre 2009 sur les agences de notation de crédit.

85. En ce sens : E. WOERTH, B. DIRX, *Rapport d'information n° 2287 sur l'activisme actionnarial*, 2019, recommandation n° 7.

organisations représentatives des entreprises conservent cependant la maîtrise de la rédaction finale du code. Des critiques ont émané de certaines parties prenantes, dont des investisseurs, pour regretter une simple consultation et exiger à la place une élaboration conjointe⁸⁶. L'ouverture aux parties prenantes bute néanmoins sur la désignation de représentants pour chacune d'entre elles. Il a en particulier été constaté que les investisseurs ne parlaient pas d'une seule voix.

- Le gouvernement d'entreprise est le sujet de préoccupation le plus répandu chez les activistes. L'élaboration du code par des organisations réputées favorables aux émetteurs fait présumer que les recommandations de ce code ne sont pas en adéquation avec les attentes des investisseurs et servent les intérêts des émetteurs et de leurs dirigeants, bien que cela soit contestable⁸⁷.
- Dans la perspective d'un rééquilibrage des droits et obligations respectivement applicables aux émetteurs et aux investisseurs, la méthode d'élaboration du code de gouvernement d'entreprise pourrait donc être réexaminée afin d'assurer la plus large acceptation possible de la part des investisseurs. Par exemple, à travers la constitution d'un comité d'investisseurs avec lequel l'Afep et le Medef pourraient dialoguer avant la publication du projet de Code.

► **RECOMMANDATION N° 8 :** La méthode d'élaboration du code de gouvernement d'entreprise pourrait également être réexaminée afin d'assurer la plus large acceptation possible de la part des investisseurs. **Les investisseurs pourraient ainsi à cette occasion se réunir en un comité unique** afin de parler d'une seule voix avec les émetteurs.

CHAPITRE III

RÉFLEXIONS SUR LE RÔLE DE L'AMF ET SUR L'ESMA

- L'activisme est l'occasion de proposer des évolutions sur des sujets qui ne sont pas spécifiques à l'activisme mais que les campagnes activistes mettent en lumière. À cet égard, le rôle de l'AMF pour garantir un cadre loyal à la campagne activiste est particulièrement crucial.

86. Voir B. FAGES, *Synthèse des réponses à la consultation publique du 26 février 2018 relative à la révision du code de gouvernement d'entreprise des sociétés cotées*, 26 juin 2018, n° 75, disponible sur le site internet du MEDEF.

87. *ibid.*

1. L'intervention de l'AMF

- Bien qu'intensément sollicitée, l'AMF dispose d'une capacité réduite pour intervenir face à une campagne activiste. Or, le rôle de l'AMF devrait être d'autant plus renforcé que la place financière de Paris est en passe de devenir la prochaine première place financière européenne, sous l'effet du Brexit.
- L'AMF est d'abord limitée par ses moyens financiers qui devraient croître à mesure que ses missions s'élargissent. En effet, tandis que les recettes de taxes affectées à l'AMF se sont élevées à 120 millions d'euros en 2018, le budget de l'AMF reste plafonné et l'excédent de recettes est reversé chaque année au budget de l'État. Or, l'AMF relevait dans son rapport annuel 2018 que son plafond des ressources financières, fixé à 94 millions d'euros en 2016, 2017 et 2018, était insuffisant pour qu'elle puisse disposer des ressources financières lui permettant de relever les différents défis qui s'imposent à elle et portant notamment sur la mise en œuvre de nouvelles réglementations. La loi de finances pour 2019 prévoit néanmoins un plafond de recettes rehaussé à 96,5 millions d'euros. Ce plafond devra être réexaminé en 2020 afin que l'AMF puisse poursuivre ses missions qui s'alourdissent chaque année⁸⁸.
- Elle est ensuite limitée par ses pouvoirs. Seule une réaction immédiate peut satisfaire les parties impliquées dans une campagne, le temps des enquêtes et des sanctions n'étant pas le temps des marchés⁸⁹. L'AMF doit donc conforter ses moyens d'analyse et ses capacités de réaction.
- Dans la logique d'équilibre qui l'anime, la Commission a porté son attention sur la procédure d'injonction administrative prévue à l'article L. 621-18, al. 3 du Code monétaire et financier qui ne concerne pour l'instant que les émetteurs. Sur le fondement de ce texte, l'AMF peut notamment « 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 ». En cas de refus ou d'inertie du destinataire de l'injonction, l'AMF peut même « procéder elle-même à ces publications rectificatives ou complémentaires ». Par symétrie, cette injonction pourrait être rendue applicable aux activistes *short* et longs qui prennent position publiquement au sujet d'un émetteur. Cet élargissement serait un gage d'effectivité pour les mesures de transparence proposées par la Commission et permettrait en outre à l'AMF de réagir rapidement lorsqu'une campagne activiste est initiée.

88. En ce sens également : E. WOERTH, B. DIRX, *Rapport d'information n° 2287 sur l'activisme actionnarial*, 2019, recommandation n° 13.

89. En ce sens également : E. WOERTH, B. DIRX, *Rapport d'information n° 2287 sur l'activisme actionnarial*, 2019.

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

2. Les incertitudes de la notion d'action de concert

- La notion d'action de concert au sens de l'article L. 233-10 du Code de commerce n'est pas d'un maniement aisé pour appréhender une campagne activiste, que l'activiste soit short ou long. La formation d'une action de concert procède soit de la conclusion de l'accord entre les signataires, soit de l'adhésion d'un nouveau partenaire à un accord déjà conclu.
- Dans le contexte propre à une campagne activiste, les différentes personnes auditionnées observent un comportement de meute (« *wolf pack* ») ayant pour effet d'amplifier la campagne⁹⁰.
- S'agit-il d'une action de concert ?
- Lorsque les investisseurs se concertent dans le cadre d'un engagement collectif, ils n'agissent pas de concert dès lors que chacun peut à sa discrétion modifier son opinion et son vote⁹¹. En effet, les actionnaires peuvent se concerter, voire s'obliger à se concerter, ou encore partager une même opinion sur la politique sociale et faire converger leurs votes sans pour autant agir de concert. Toutefois, si l'action de concert ne peut être caractérisée qu'en présence d'un accord qui oblige les partenaires à mettre en œuvre une politique qui leur est commune, la preuve du concert peut être administrée par tous moyens et notamment par l'examen du comportement des partenaires.
- La jurisprudence a ainsi confirmé que le concert peut être déduit de l'attitude des actionnaires avec la technique du faisceau d'indices. L'AMF a notamment pu caractériser l'action de concert⁹² - ce qui a été confirmé en appel dans l'affaire *Eiffage c/ Sacyr*⁹³ - lorsque « ces comportements traduisent une démarche organisée et convergente en vue d'obtenir lors de l'assemblée une recomposition du conseil d'administration

90. J. C. COFFEE, JR. & D. PALIA, *The Wolf at the Door: The Impact of Hedge Fund Activism on Corporate Governance*, Columbia Law School Working Paper n° 521, 2015.

91. La Cour d'appel de Bruxelles, en son arrêt rendu le 6 août 1992, relève que : « un simple *gentleman's agreement* ou une situation de fait découlant d'un parallélisme de comportement entre associés partageant la même stratégie, sans concertation préalable serait insuffisant ».

92. AMF, 26 juin 2007, n° 207C1202.

93. Paris, 2 avril 2008.

d'Eiffage à son profit ». L'arrêt prononcé dans l'affaire Riber considère que le fait pour des actionnaires de s'entendre en vue de faire nommer plusieurs membres au conseil de surveillance, tout en s'informant mutuellement, pendant quelques mois, à propos de la gestion de la société sans pour autant la changer, peut caractériser un concert⁹⁴.

- La jurisprudence retient ainsi la notion de « démarche collective organisée », qui suppose que les opérateurs en cause agissent de façon volontaire dans le cadre d'une stratégie, par opposition au simple parallélisme des comportements, qui ne saurait constituer une action de concert.
- L'ESMA pourrait ainsi clarifier la notion d'action de concert dans le contexte d'une campagne activiste, lorsque plusieurs actionnaires agissent de façon parallèle dans le cadre d'une démarche organisée et convergente.
- La technique de la liste blanche élaborée par l'ESMA pour la directive OPA pourrait être reprise pour clarifier cette situation⁹⁵.

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

CONCLUSION

- Au terme de ses travaux, la Commission est parvenue à la conclusion que le développement de l'activisme actionnarial, en contrepoint de celui de la gestion indicielle, n'appelait pas de réforme législative ou réglementaire de grande ampleur, en raison des effets collatéraux sur l'image de la Place.

94. Com., 9 janvier 2019, n° 16-14727.

95. ESMA, 12 novembre 2013, *Information on shareholder cooperation and acting in concert under the Takeover Bids Directive*, ESMA/2013/1642.

- La composition multidisciplinaire de la Commission lui a également permis d'adopter une démarche consensuelle et équilibrée. Ainsi, la Commission recommande principalement des ajustements de la régulation boursière et des pratiques de marché de nature à encadrer le déroulement des campagnes des activistes et à améliorer le dialogue entre émetteurs et investisseurs. Les campagnes publiques sont, en effet, fréquemment la conséquence de l'absence ou de l'échec de ce dialogue et c'est à leur occasion que se posent les problèmes les plus délicats au regard de la transparence des positions, de la loyauté des échanges et du bon fonctionnement du marché.
- Les réflexions de la Commission se sont en conséquence concentrées sur les conditions de déroulement des campagnes publiques initiées par les activistes et non sur les activistes eux-mêmes dont la caractérisation juridique peut s'avérer difficile tant l'activisme est protéiforme. Les premières recommandations de la Commission sont ainsi relatives à l'encadrement juridique des campagnes activistes par la promotion d'une meilleure transparence de leur exposition économique et de leurs positions de fond.
- La Commission considère que le recours au droit souple doit être privilégié pour que les bonnes pratiques se répandent chez les investisseurs comme chez les émetteurs. À cet égard, les régulateurs de marché, AMF et ESMA, ont un rôle essentiel à jouer dans la régulation de l'activisme actionnarial, au moyen de leur « magistrature d'influence ». Il est également de la responsabilité des investisseurs institutionnels et des gérants d'actifs « indiciels » de contribuer, par leurs prises de position, à encourager l'observation de ces recommandations par les émetteurs et les investisseurs activistes.
- Enfin, un renforcement des moyens et des pouvoirs – notamment d'injonction – de l'AMF semble indispensable pour éviter ou mettre fin à des situations de crise.
- La Commission est consciente que la mise en œuvre éventuelle des recommandations préconisées s'inscrira dans le temps et pourrait évoluer en fonction de l'ajustement des pratiques. Elle est donc prête à participer à un suivi régulier de l'élaboration des textes et de la mise en œuvre des recommandations du présent rapport.

LISTE DES ANNEXES



- 1. ANNEXE 1:**
liste des personnes auditionnées
- 2. ANNEXE 2:**
synthèse des obligations des investisseurs
- 3. ANNEXE 3:**
enquête adressée aux émetteurs



ANNEXE 1

Liste des personnes auditionnées

- ▶ **Patricia BARBIZET**, administratrice
- ▶ **Catherine BERJAL**, AIMA
- ▶ **Paul CHANDLER**, *director of stewardship*, Principles for Responsible Investment
- ▶ **John C. COFFEE**, professeur à la Columbia Law School et directeur du Center on Corporate Governance
- ▶ **Anne-Sophie D'ANDLAU**, *partner, deputy CEO*, CI-AM
- ▶ **Odile DE BROSES**, directrice du service juridique, Afep
- ▶ **Sébastien DE LA RIVIÈRE**, gérant de portefeuille, Elliott Advisors
- ▶ **Édouard DUBOIS**, vice-président *Investment Stewardship*, Blackrock
- ▶ **Olivier FORTESA**, portfolio manager, Amber Capital
- ▶ **Elsa FRAYSSE**, gérant, Rothschild & Cie
- ▶ **Patrick FIORANI**, *research and engagement*, Glass Lewis
- ▶ **Jesse M. FRIED**, professeur à la Harvard Law School
- ▶ **François FUNCK-BRENTANO**, associé gérant, Lazard Frères
- ▶ **Mark GROTHE**, *senior analyst, M&A and contested situations*, Glass Lewis,
- ▶ **Michael HERSKOVICH**, président du comité gouvernement d'entreprise, AFG,
- ▶ **Claire JOLLY**, *head of government*, Elliott Advisors
- ▶ **Athanasia KARANANOU**, *head of governance issues*, Principles for Responsible Investment
- ▶ **Cédric LAVERIE**, responsable de la recherche gouvernance, ISS Governance
- ▶ **Christopher LEONARD**, head of legal, Elliott Advisors
- ▶ **Martin LIPTON**, avocat, Wachtell Lipton Rosen & Katz
- ▶ **Marie LUCHET**, *continental Europe director*, Principles for Responsible Investment
- ▶ **Raphaël MICHONNEAU**, analyste senior, Elliott Advisors
- ▶ **Andrew NINIAN**, *director, stewardship & corporate governance*, Investment Association
- ▶ **Joëlle SIMON**, directrice juridique, Medef
- ▶ **Richard THOMAS**, *shareholder advisory*, Lazard Frères
- ▶ **Le Quang TRAN VAN**, directeur des affaires financières, Afep
- ▶ **Jérôme VITULO**, président de la Commission « droit des affaires », Medef
- ▶ **François WAT**, associé gérant, Rothschild & Cie
- ▶ **Harlan ZIMMERMANN**, senior partner, Cevian Capital

ANNEXE 2

SYNTHÈSE DES OBLIGATIONS DES INVESTISSEURS

Il est précisé que les obligations suivantes sont celles de l'ensemble des investisseurs détenant des actions dans une société cotée en France et ne concernent pas seulement les activistes.

Déclaration de l'identité d'un actionnaire non-résident⁹⁶

Lorsque l'actionnaire d'une société cotée réside à l'étranger, un intermédiaire peut être inscrit pour son compte et exercer les droits de vote attachés aux actions concernées⁹⁷.

Au moment de l'ouverture du ou des comptes, l'intermédiaire doit spontanément révéler au teneur de compte (société émettrice ou intermédiaire financier habilité) sa qualité d'intermédiaire détenant des titres pour compte d'autrui⁹⁸.

Avant de transmettre des pouvoirs ou des votes en assemblée, l'intermédiaire est tenu, à la demande de l'émetteur, de fournir la liste des propriétaires non-résidents des actions auxquelles ces droits de vote sont attachés et la quantité d'actions détenues par chacun d'eux, à défaut de quoi ces pouvoirs ou votes ne pourront être pris en compte lors de l'assemblée⁹⁹.

En vue de l'identification des actionnaires :

- **Pour les titres au porteur**, les statuts¹⁰⁰ peuvent prévoir que l'émetteur est en droit de **demander à tout moment au dépositaire central**¹⁰¹ l'identité des détenteurs de titres et la quantité de titres qu'ils détiennent¹⁰². Au vu de la liste transmise, la société émettrice peut demander si ces personnes détiennent ces titres pour leur propre compte ou pour le compte de tiers et les renseignements permettant d'identifier les réels propriétaires ;

96. Articles L. 228-1 s. et R. 228-1. s. du Code de commerce, article L. 211-4, alinéa 2 du Code monétaire et financier.

97. Articles L. 225-107-1 et L. 228-3-2 du Code de commerce. Cette faculté constitue une exception au principe légal selon lequel n'est admise en compte d'actionnaire que l'inscription du propriétaire effectif des titres. La loi Pacte élargit le champ d'application de cette faculté, pour s'appliquer aussi lorsque les titres sont admis aux négociations sur un ou plusieurs systèmes multilatéraux de négociation (SMN) agréés en France ou dans un autre État membre de l'UE ou partie à l'accord sur l'EEE, ou sur un marché considéré comme équivalent à un marché réglementé.

98. Article L. 228-1, al. 8 du Code de commerce.

99. Article L. 228-3-2 du Code de commerce.

100. Depuis la loi Pacte, l'obligation pour les statuts de prévoir la procédure est abrogée.

101. Depuis la loi Pacte, les demandes de renseignement peuvent être adressées directement aux intermédiaires.

102. Article L. 228-2, II, al. 2 du Code de commerce pour les titres au porteur et article L. 228-3, al. 1 pour les titres nominatifs.

- **Pour les titres nominatifs**, l'intermédiaire inscrit est tenu de révéler l'identité des propriétaires de ces titres et la quantité de titres détenus par chacun d'eux **sur simple demande de la société émettrice**, laquelle peut être présentée à tout moment.

En cas de manquement, les actions sont privées du droit de vote et le paiement du dividende correspondant est différé.

À noter que certains statuts imposent l'inscription au nominatif de toute action de la société détenue¹⁰³ ou lorsque l'actionnaire vient à posséder un certain seuil de participation dans la société¹⁰⁴.

Déclaration de franchissement de seuil¹⁰⁵

La loi impose aux actionnaires de sociétés cotées la déclaration des franchissements à la hausse et à la baisse de seuils légaux¹⁰⁶ **à partir de 5 %**. Cette déclaration, qui doit être faite auprès de l'émetteur concerné et de l'AMF au plus tard avant la clôture du 4^e jour de bourse suivant le jour du franchissement, est portée à la connaissance du public.

Les statuts peuvent prévoir une obligation de déclarer à l'émetteur des **franchissements de seuils complémentaires**, lesquels ne peuvent être inférieurs à 0,5 %.

Alors qu'un manquement à une déclaration du franchissement d'un seuil légal est sanctionné par une privation automatique des droits de vote jusqu'à l'expiration d'un délai de 2 ans suivant la date de régularisation, la violation des seuils statutaires ne peut entraîner privation du droit de vote, si la sanction est prévue par les statuts, que sur demande d'un actionnaire détenant une certaine fraction du capital.

Déclaration d'intention¹⁰⁷

L'investisseur doit, dès lors qu'il franchit les seuils de 10 %, 15 %, 20 % et 25 % de participation, déclarer **pour les 6 mois à venir** les objectifs qu'il a l'intention de poursuivre et notamment indiquer :

- s'il envisage d'arrêter ou de poursuivre ses achats et d'acquérir le contrôle de la société,
- s'il a l'intention de demander la nomination d'administrateurs, membres du directoire ou du conseil de surveillance,
- la stratégie qu'il envisage vis-à-vis de l'émetteur ainsi que les opérations pour la mettre en œuvre, tels que des projets de fusion, de réorganisation ou d'émission de titres.

L'AMF porte ces informations à la connaissance du public ainsi que leur mise à jour en cas de changement d'intention dans les 6 mois.

103. Article 6.1 des statuts d'ArcelorMittal et article 7, alinéa 1^{er} des statuts de Michelin.

104. Article 7, al. 3 des statuts d'Alcatel-Lucent.

105. Articles L. 233-7, L. 233-9, L. 247-2 et R. 233-1 du Code de commerce, articles 223-14 s. du RGAMF.

106. 5 %, 10 %, 15 %, 20 %, 25 %, 30 %, 1/3, 50 %, 2/3, 90 % et 95 %.

107. Articles L. 233-7, VII et R. 233-1-1 du Code de commerce, article 223-17 du RGAMF.

L'actionnaire qui ne procéderait pas régulièrement à cette déclaration pourrait se voir privé des droits de vote attachés aux actions excédant la fraction qui n'a pas été correctement déclarée pendant 2 ans suivant la date de régularisation de la notification.

Déclaration d'un projet d'opération

Toute personne qui prépare, pour son compte, une opération financière susceptible d'avoir une incidence significative sur le cours – telle que la montée dans des proportions importantes au capital d'une société¹⁰⁸ - doit, dès que possible, rendre publiques les caractéristiques de cette opération¹⁰⁹.

Déclaration des transferts temporaires de titres (« empty voting »)¹¹⁰

Sous peine de privation des droits de vote, les opérations de cession temporaire ou toute opération donnant le droit ou faisant obligation de revendre ou de restituer des actions représentant plus de 0,5% des droits de vote doivent être déclarée à l'émetteur concerné et à l'AMF au plus tard à la date d'inscription en compte des actionnaires précédant l'assemblée générale, en précisant notamment l'identité du cédant, l'échéance du contrat relatif à l'opération et, s'il y a lieu, la convention de vote. Cette information est portée à la connaissance du public.

Transparence des opérations de financement sur titres et de la réutilisation¹¹¹

- Opérations de financement de titres¹¹²

Les contreparties, financières¹¹³ ou non financières¹¹⁴ doivent déclarer auprès des autorités de surveillance les éléments de toute opération de financement sur titres qu'elles ont conclue, ainsi que toute modification ou cessation de celle-ci, à un référentiel central enregistré auprès de l'AEMF et en conserver un enregistrement.

Les sociétés de gestion d'OPCVM, les sociétés d'investissement OPCVM et les gestionnaires de FIA informent les investisseurs de l'utilisation qu'ils font des opérations de financement sur titres et des contrats d'échange sur rendement global dans le cadre de rapports périodiques et de leur documentation précontractuelle (prospectus notamment).

108. AMF, comm. sanc., 25 juin 2013, *LVMH*.

109. Article 223-6 du RGAMF. Si la confidentialité est momentanément nécessaire à la réalisation de l'opération et si elle est en mesure de préserver cette confidentialité, la personne peut prendre la responsabilité d'en différer la publication.

110. Article L. 225-126 du Code de commerce et article 223-38 du RGAMF.

111. Règlement (UE) n° 2015/2365 du Parlement européen et du Conseil du 25 novembre 2015 relatif à la transparence des opérations de financement sur titres et de la réutilisation et modifiant le règlement (UE) n° 648/2012.

112. Définies comme « une opération de pension », « un prêt de titres ou de matières premières et un emprunt de titres ou de matières premières », « une opération d'achat-revente ou une opération de vente-rachat » et « une opération de prêt avec appel de marge ».

113. Entreprise d'investissement, établissement de crédit, entreprise d'assurance, OPCVM, FIA, etc.

114. Entreprise autre que les contreparties financières exerçant dans le cadre des opérations de financements sur titres et de la réutilisation de titres de garantie.

- Réutilisation des titres de garantie (collatéral)¹¹⁵

Pour réutiliser les instruments financiers reçus en vertu d'un contrat de garantie, la contrepartie doit notamment informer la partie recevant la garantie par écrit des risques de l'opération et obtenir le consentement exprès et préalable de la partie recevant la garantie à la réutilisation des titres.

Déclaration des positions nettes courtes en cas de ventes à découvert¹¹⁶

Chaque détenteur d'une position courte nette égale ou supérieure à 0,2 % du capital doit en faire la déclaration à l'AMF dans un délai d'un jour de négociation, cette déclaration étant rendue publique par l'AMF pour les positions supérieures à 0,5 %.

À chaque nouveau palier de 0,1 % du capital franchi, il convient de déclarer tout changement de la position à la hausse ou à la baisse.

Déclaration à la Banque de France¹¹⁷

Doivent être déclarées dans les 20 jours ouvrables qui suivent sa date de réalisation, lorsque leur montant dépasse 15 millions d'euros, les opérations par lesquelles des non-résidents acquièrent au moins ou franchissent le seuil de 10 % du capital ou des droits de vote d'une société française.

Déclaration de clauses des pactes d'actionnaires¹¹⁸

Toute clause d'une convention prévoyant des conditions préférentielles de cession ou d'acquisition d'actions d'une société cotée et portant sur au moins 0,5 % du capital ou des droits de vote de l'émetteur doit être déclarée à la société concernée et à l'AMF dans un délai de 5 jours de bourse à compter de la signature de la convention. Cette information est portée à la connaissance du public.

Sollicitation de mandats¹¹⁹

Toute personne qui sollicite de façon active des mandats en proposant sous quelque forme que ce soit, de recevoir des pouvoirs pour représenter des actionnaires à une assemblée doit publier une « politique de vote »

115. Définie comme « l'utilisation par une contrepartie, en son nom propre et pour son propre compte ou pour le compte d'une autre contrepartie, y compris toute personne physique, d'instruments financiers qu'elle reçoit en vertu d'un contrat de garantie; une telle utilisation couvre le transfert de propriété ou l'exercice d'un droit d'utilisation conformément à l'article 5 de la directive 2002/47/CE mais ne comprend pas la liquidation d'un instrument financier en cas de défaut de la contrepartie qui l'a fourni ».

116. Article 6 du Règlement n° 236/2012 du 14 mars 2012 sur la vente à découvert et certains aspects des contrats d'échange sur risque de crédit, Règlement délégué 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, articles 20 s. et annexe I du Règlement n° 596/2014 du 16 avril 2014 sur les abus de marché et article 223-37 du RGAMF.

117. Article L. 141-6 du Code monétaire et financier, décision n° 2007 01 du 11 avril 2007 du Comité monétaire du Conseil général de la Banque de France, décision n° 2009-04 du 28 décembre 2009 du gouverneur de la Banque de France concernant la déclaration d'informations statistiques par les intermédiaires financiers pour l'établissement de la balance des paiements et de la position extérieure.

118. Article L. 233-11 du Code de commerce et article 223-18 du RGAMF.

119. Articles L. 225-106-1 s. et R. 225-82-3 du Code de commerce.

indiquant notamment : les principes auxquels le mandataire entend se référer à l'occasion de l'exercice des droits de vote ; une présentation de sa politique de vote par rubriques correspondant aux différents types de résolutions soumises aux assemblées ; une description des procédures destinées à déceler, prévenir et régler les conflits d'intérêts susceptibles d'affecter le libre exercice des droits de vote.

En cas de manquement, elle ne peut participer aux assemblées comme mandataire pendant trois ans.

Transparence sur la politique de vote des fonds d'investissement¹²⁰

Les sociétés de gestion doivent rendre compte de leurs pratiques en matière d'exercice des droits de vote. Par ailleurs, l'AMF recommande que les recommandations d'investissement soient élaborées avec probité, équité et impartialité et présentées de façon claire et précise, avec une identification des éventuels conflits d'intérêts.

La loi Pacte renforce la transparence. Les sociétés de gestion de portefeuille et les entreprises d'investissement, notamment, doivent désormais élaborer et publier une **politique d'engagement actionnarial** décrivant la manière dont elles intègrent leur rôle d'actionnaire dans leur stratégie d'investissement et publier chaque année un compte rendu de la mise en œuvre de cette politique.

Les investisseurs institutionnels doivent publier *« la manière dont les principaux éléments de leur stratégie d'investissement en actions sont compatibles avec le profil et la durée de leurs passifs, en particulier de leurs passifs de long terme, et la manière dont ils contribuent aux performances de leurs actifs à moyen et à long terme »*.

Lorsqu'un investisseur institutionnel conclut un mandat de gestion de portefeuille ou de souscription à un placement collectif avec une société de gestion de portefeuille ou une entreprise d'investissement :

- l'investisseur institutionnel doit publier les informations relatives au mandat de gestion ;
- le gestionnaire d'actifs doit communiquer à l'investisseur institutionnel « des informations sur la manière dont sa stratégie d'investissement et sa mise en œuvre respectent [l]e contrat et contribue aux performances à moyen et long terme des actifs de l'investisseur cocontractant ou du placement collectif ».

120. Articles L. 533-22 s. et D. 533-16-1 du Code monétaire et financier, articles 319-21 s. et 321-132 s. du RGAMF

ANNEXE 3

ENQUÊTE ADRESSÉE AUX ÉMETTEURS EN EUROPE

Introduction

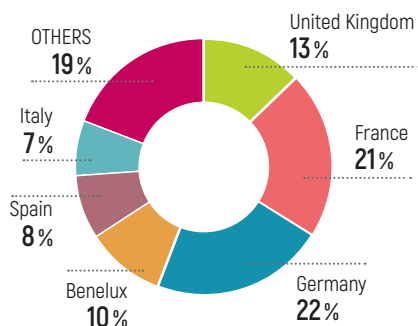
The growth of shareholder activism in Europe has become an important focus for political authorities as well as regulators.

In order to contribute to the debate, the French legal think-tank, the *Club des Juristes*, has set up a Commission, chaired by Michel Prada (former Chairman of the AMF, the French securities regulator).

The Commission's aim is not to take sides in the debate between supporters and critics of shareholder activism. Its objective is to identify behavior that could be harmful to the transparency, fairness and proper functioning of the market, and to examine, from a technical perspective, the legal framework and good practices that could be applied, when necessary, to shareholder activist campaigns.

The purpose of this survey is to better understand the position of issuers in this respect. It was sent by Exane BNP Paribas to more than 2000 Investor Relations Managers and Chief Financial Officers of European corporate issuers to know their experience about shareholder activism and, more generally, shareholder engagement.

195 companies have answered to the online survey from July 10, 2019 to August 1, 2019, including heads of IR or CFOs. 80 preferred to remain anonymous. Within the others, 13% belong to issuers from United Kingdom, 21% from France, 22% from Germany, 10% from Benelux, 8% from Spain and 7% from Italy.

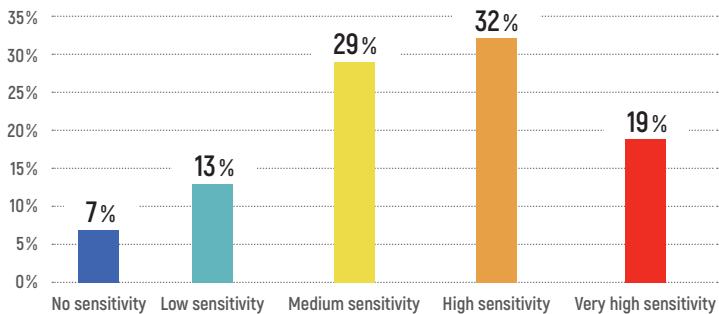


Key learnings:

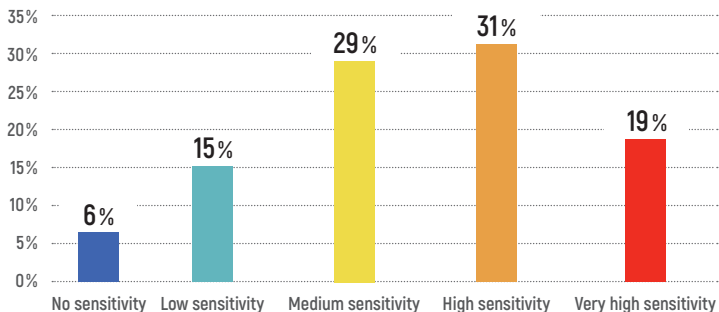
- Shareholder activism has become a highly sensitive issue for managements.
- Many issuers have already implemented internal actions to deal with shareholder activism.
- Private dialogue at the top level is the preferred way to react.
- Quality of the dialog is an important ground to improve, dialogue often being constructive.
- Issuers wish a regulation of the public communication by activists, especially better transparency and accuracy of information.

How sensitive are your Chairman and CEO to the activism risk?

Sensitivity of the Chairman to the activism risk



Sensitivity of the CEO to the activism risk

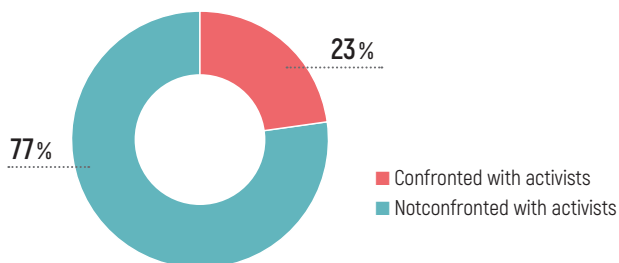


The survey shows that shareholder activism has become a prominent, and likely permanent, feature of the corporate landscape, as **the majority of the issuers consider their chairman or CEO to be highly sensitive to the activism risk**. Some issuers even consider activism to be part of normal listed company life.


Boards of directors, management and the markets have increasingly become more attuned to shareholder activism, and engaging with investors is a priority for boards and management as a hallmark of basic good governance.

- ▶ *"The activism risk is now part of normal listed company life."*
- ▶ *"There is some concern about this matter within the Board, though we have not been a part of the goal of such kind of funds yet."*
- ▶ *"We know they (activists) are out there, but have not (yet) identified this as an imminent risk to our company."*
- ▶ *"We think it is unlikely, given our performance, that we would be the subject of an activist campaign. However, the Board keeps this under review and remains watchful."*
- ▶ *"With one large majority shareholder, the sensitivity to activism for our Chairman is not as pronounced while our CEO still has memories of past interactions with activist investors during AGMs."*

Have you ever been confronted with activist shareholders over the last 12 months?



- ▶ “We have been confronted to a French fund but it never came to the AGM despite admission card requested. Many funds are not activists but certainly more active.”
- ▶ “Letters are sent to our chairman with generally not very relevant arguments.”
- ▶ “We had and have investor meetings with known activist shareholders and are sensitive to these.”
- ▶ “We have an activist shareholder who publishes his views in letters to the public.”

 **Please briefly describe the methods used and the objective sought by these activists**

50 issuers made substantive comments on the methods used and the objective sought by the activists they were confronted with over the last 12 months.

As regard methods used by the activists, the survey shows that they **traditionally tend to build up pressure on the company** by acquiring a minority stake in the company and using their shareholder’s rights to have a better understanding of the company’s strategy through, *inter alia*, traditional Q&A sessions and comments during shareholders’ meetings.

An activist **often begins a campaign by engaging in a private dialogue** with the company’s management, even before its stake in the company becomes public, through meeting requests with the management, letters sent to management, emails and phone calls.

However, the survey reveals that activists also tend to influence the company’s strategy through private or public engagement with the board or the management by requesting board seats or challenging board members on a broad spectrum of matters, such as board compensation, operational performance of the company, board diversity and independence of board members.

If activists decide that they cannot achieve their objectives through non-public engagements with the board or the management, they may wage public campaigns with the aim of attracting the support of other shareholders for their objectives.

Elements of public campaigns include, *inter alia*, issuance of press releases or ‘white papers’ presenting the activist’s investment thesis and analysis, postings of relevant information on websites prepared by them for the campaigns, placing web advertisements, dissemination of letters to shareholders, provision of information through the media.

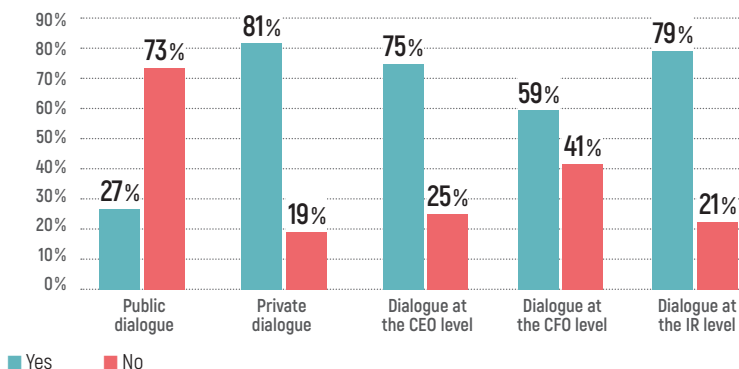
As regard objectives sought by the activists, the most common objective of shareholder activism is to improve capital efficiency in order to increase the value of their investment.

Event-driven activists can also seek to assert their influence on a company's then-current corporate activity, particularly in relation to a takeover or other M&A situation.

- ▶ “Method: buy shareholding; intense direct engagement, proposing alternative corporate finance/actions objective: ensure alignment and discipline of management with shareholder interest.”
- ▶ “Objective is around CEO remuneration and consists in letter sent to the Chairman/CEO/CFO/IR.”
- ▶ “Letters sent to management, emails and phone calls, mostly seeking to influence our reporting on ESG matters.”
- ▶ “Suggested corporate action, request for board seat, implied support of other shareholders.”
- ▶ “With a stake taken of 2%, activists vocal in press and at AGM in order to separate the Chairman and CEO roles, remove lead independent director from board.”
- ▶ “Wide consensus solicitation via white paper document, focusing on governance change and on corporate restructuring, with a "forensic" more than financial approach, based on discrediting previous main shareholder.”
- ▶ “In our specific case trying to motivate the main industrial shareholder to enter into a domination agreement with our company which would trigger a public bid (at a higher price). Activists have been trying to seek out to align forces, which did not succeed so far due to heterogeneous interests. Activists came up with own motions for our AGM.”
- ▶ “Private engagement Discussions directly with other shareholders
Public statement Background briefing to media and sell-side.”
- ▶ “The methods are classical official letters published on the activist's website and sent to the board of directors as well as the supervisory board members. Sometimes the activist even sends the same letters to our current or former banking partners, who remained puzzled by the fact that the activist disposed of their contact. He definitely did not get the contact names from us. This in my view could be a breach of GDPR rules on behalf of the activist.”

- ▶ “Direct contact with the company - White Paper to investors - Declarations to journalists Objective: trigger a change in strategy to increase value creation.”
- ▶ “Desiring short term financial engineering-oriented catalysts to create a positive share price reaction. Lacking industry knowledge and a more strategic long-term perspective.”
- ▶ “The first approach was to have intensive talks with Management in order to understand the market and the business model. Their objectives, as communicated by them, are to put one of their industry experts in the Board. Before they do this, however, a due diligence study of our company would be made to see if the business model is one they would be interested in.”
- ▶ “Methods: Letter writing, AGM Q and A, public media Objective: Change in governance and CEO.”

◆ Have you initiated or attempted to initiate a public or a private dialogue with these activists?



The survey reveals that **most issuers initiated or attempted to initiate a dialogue with the activists** they were confronted with over the last 12 months.

Issuers tend to **engage in a private dialogue rather than initiate a public dialogue** and if they go into public, they almost systematically had a private dialogue beforehand. According to the survey, a private dialogue did not precede the public dialogue only once.

Many issuers indicate that they have or would have **treated the activist in the same way as other shareholders** and, accordingly, have or would

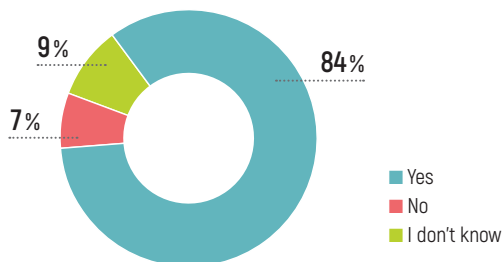
have accepted to engage in a private dialogue to address the issues raised by the activist.

The survey reveals that issuers tend to engage dialogue at IR level as well as at CFO or CEO level. Some issuers indicate that they have or would have engaged dialogue with an activist at all levels, including CEO, CFO and IR.

One issuer indicates that the main issue when entering into a dialogue with an activist is to ensure that all shareholders have access to equal information at the same time.

- ▶ "As with any other investors we have offered dialogue."
- ▶ ""IR has engaged in calls to understand perspectives and concerns from these investors or answered their letters."
- ▶ ""Took the view that they should be treated as any other shareholder."
- ▶ ""We have not had an approach - if we did, we would plan a private dialogue at all levels, including CEO, CFO and IR."
- ▶ ""We have not "initiated", they have and that was at the IR level."
- ▶ ""Activist shareholders get the same service like every institutional investor."
- ▶ ""There have been several meetings with the activist and our CEO, the chairman of the supervisory board and head of IR. The tricky thing here is to make sure all shareholders get equal information at the same moment."
- ▶ ""We engage with them as we'd do with any other investor."

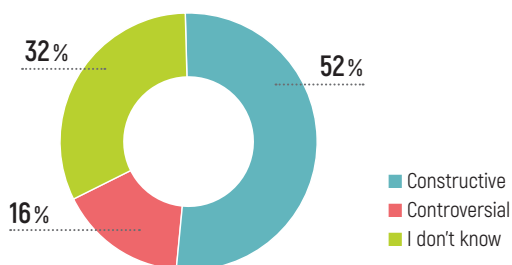
Have they agreed to establish a dialogue?



Experience shows that **dialogue with activists has become common** and that issuers are no longer afraid of interacting with them. There is some concern about the time spent.

- ▶ “We organize governance roadshows based on last AGM votes and letters received by the most active, if not activist shareholders. They generally welcome this kind of request, as we organize ourselves governance roadshows, no offer existing with brokers.”

◆ Was this dialogue constructive or controversial?



The **dialogue established between issuers and activists was mainly constructive** but the number of cases where it was controversial is significant. Evolution is possible: a former controversial dialogue can turn into a constructive dialogue.

- ▶ “Mostly constructive but also controversial on some issues.”
- ▶ “Started a bit rough (with previous management) before it turned constructive.”
- ▶ “They quickly decided that our strategy was appropriate, and our plan execution was also sound and gradually they sold out of the stock.”

What are the main obstacles you have encountered in your dealings with these activists?

Whereas the dialogue is systematic, **the quality of the dialogue faces some issues**, at least at the beginning.

There is some **initial misunderstanding between issuers and activists** that can be addressed when the issuer strives to explain. Issuers can be suspicious, trying to "read through" the requests, looking for a hidden agenda and comparing activists to populists. Issuers often blame the narrow analysis of activists, as they seem to focus on short-termism and governance matters, without suggesting any strategy orientation, while the managers' approach is to execute the strategy on a stand-alone basis. The gap between investment horizons is also a major concern.

Issuers also complain about **the accuracy of information** used by activists to form their opinions, their lack of rationality combined with their high-level analysis and the lack of trust between the parties, especially when activists are using all the loopholes they can find in the regulation.

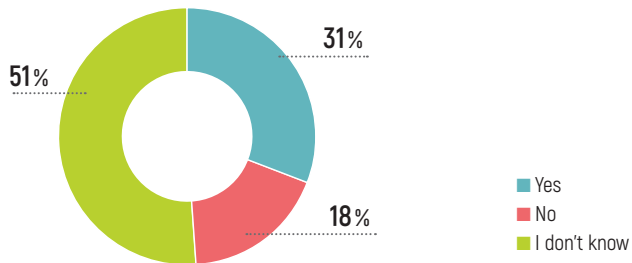
These obstacles need to be overcome in order to establish a better dialogue and eventually find common ground, if any.

Furthermore, issuers are worried about the legal framework of the dialogue and wonder about the level of information to be disclosed by the investors.

- ▶ "Ability of senior management to "read through" the requests and ability to counter-balance the activist through other large shareholders."
- ▶ "Activists are like populist politicians. They sometimes use very poor arguments and high-level analysis that are full of mistakes."
- ▶ "Different views: Our approach is to execute our strategy on a stand-alone basis. Activists have a different agenda with a short-term execution approach to raise short-term gains."
- ▶ "Incorrect data that they were using to make the argument."
- ▶ "Initially, it was a lack of understanding on their behalf, but we found them reasonable to deal with and ended up on excellent terms."
- ▶ "It depends on the profile of the activist. Main obstacle is that we are much more constraint than they are. Regulation is key for issuer, some of the activists have a non-orthodox approach and are using all the loopholes they can find."

- ▶ “Lack of trust, undisclosed recordings of conversations.”
- ▶ “Mis-aligned investment horizons.”
- ▶ “They had zero strategic objective suggestions. Their focus was only on governance.”
- ▶ “To keep information sharing equal between all shareholders.”
- ▶ “Very hostile message from activist fund in media.”
- ▶ “We would like them to really study the company’s case but as the capital is controlled, they have little chance to see their action fruitful and they probably prefer to focus on more palatable targets.”

◆ **Do you think there is an asymmetry between the regulations applicable to activists and those applicable to issuers?**



The existence of an asymmetry in the regulations is not entrenched. Nevertheless, those considering this asymmetry are categorical: issuers are subject to very strict regulations while activists benefit from a confused situation, in particular with regard to the rules relating to the transparency of shares ownership (e.g., derivatives, money at stake, hedging etc.)

For example, one issuer indicates that regulation shall be amended (i) to avoid “naked voting” which consists in hedging its economic exposure to the stock purchased before in the company and (ii) to prevent a borrower of shares from exercising voting rights without incurring a long-term economic exposure to the value of the shares.

The possible asymmetry mainly relates to the information publicly disclosed. Issuers complain about the freedom activists have in their communication while issuers are subject to stringent and restrictive regulation, especially during black-out periods before financial publications.

Activists are not subject to any regulatory framework in this respect and seem free to wage a public campaign based on non-accurate and unbalanced information according to issuers.

The requirements applicable to activists could be similar to the existing requirements for issuers. Some issuers wish them to have accurate or balanced disclosure.

- ▶ “Activists can hide their positions so you don't know what they own and there is a large asymmetry between their ability to attack you in public - with no requirement for accuracy or balance in their views - and your ability to defend yourself, which largely risks fuelling even more noise which helps the activist's agenda.”
- ▶ “Activists can publicly say what they want, while companies are bound by disclosure rules.”
- ▶ “Companies must take into account the interests of all stakeholders as a whole, while activists just only focus on shareholders.”
- ▶ “The problem is the so-called “naked voting”, where an activist more or less hedges its economic exposure to the stock it has purchased, while many other investors while voting are exposed to economic risk (think of the long-only funds). In addition, one can vote even if on record date stock has been merely borrowed. Related asymmetry really resides among shareholders, therefore unbalancing the Company AGM activities.”
- ▶ “Usable methods are skewed in their favour, eg means of influencing public opinion and some methods used to put pressure on management could not be possibly used reciprocally by management.”
- ▶ “Yes, at 2 levels: knowledge in activists' position in terms of shareholding (real holding/derivatives, money at stake/hedging) and regulatory framework for public communication: no legal frame for activists (no limitation, no disclosure on due diligence and methodology, no restriction on calendar -black-out period before financial publications).”
- ▶ “Yes, very simply the rules of disclosure that relate to public companies are more stringent and restrictive than those that relate to private entities such as activist funds.”
- ▶ “Yes. There is a huge amount of transparency required from listed companies, while activists don't have much to disclose.”

 **In your opinion, and if necessary, what propositions could be made to design a better level playing field between activists and issuers?**

45 issuers made substantive comments concerning the propositions to be made to design a better level playing field between activists and issuers.

The survey shows issuers' willingness to design a better framework for interaction with activists. **The majority of propositions are inspired by existing obligations and try to extend them.**

Transparency is the main concern. Issuers wish specific disclosures for activists regarding their position in the capital, including derivatives, how much assets under management they have, the conflicts of interests, their intentions and concerns, in order to have a full picture of the company's shareholder base available to the company and to other shareholders.

Issuers call for clear identification of shareholders. One suggested clear prohibition of acting in concert between various investors and another recommended the introduction of lower shareholding thresholds.

These disclosures should be required as soon as activists begin their campaigns and be regularly updated. A tight regime of disclosure requirements can lead to transparency with respect to stakebuilding, thereby creating a level playing field for both management and activist.

As regard communication requirements, quiet periods are a strong issue. They are representative of the asymmetry between activists and issuers. Activists should be subject to the same rules as issuers and thus prohibited to act within quiet periods.

A waiting period of one year and a minimum of shareholding were proposed before an activist could launch a campaign against the issuer. One issuer considers that if activists have met the company management, they should be barred from trading their shares in the company until the next reporting date as they might dispose of insider information.

Regarding the opinion expressed by activists, fairness and level of depth of due diligence and calculation methodology could be required.

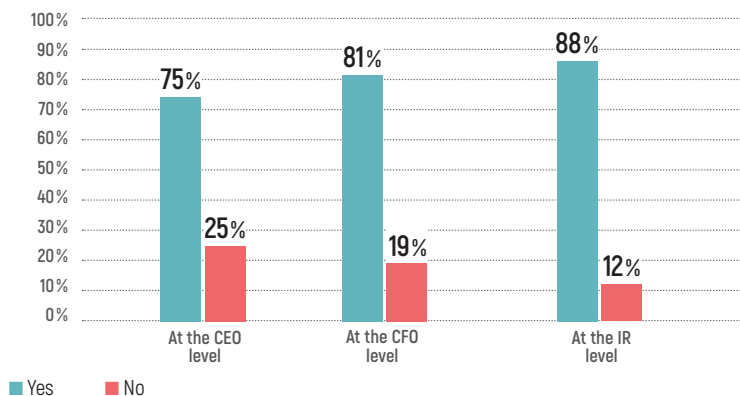
Improvements are also expected from issuers, such as a stronger IR team and a high listening mode from senior management.

More generally, issuers want the activists to be subject to the same regulations as the issuers themselves and to have a code of conduct. This way, no asymmetry would be reported. It was suggested that the better level for a legal framework would be a European regulation.

- ▶ "A much better identification of Issuer's shareholding structure."
- ▶ "A stronger IR team and a high listening mode from senior management."
- ▶ "Activists should be required to disclose their holdings to the public on a regular basis and their intentions. If activists meet company management, they should be barred from trading the shares until the next reporting date as they might dispose of insider information."
- ▶ "An activist should have to own a certain % of shares for say a period of time (1 year) to be allowed to engage with the company."
- ▶ "Clearer identification of shareholders, Constructive dialogue."
- ▶ "Crucial is that they have the same disclosure obligations as a usual investor - ie derivative instruments as well as direct equity."
- ▶ "Each fund activist or just active has its own rules and principles generally «whiter than white » or more stringent compared with current common rules. It's essentially impossible to be compliant with each one. Common acceptable principle should be put in place to keep companies manageable by teams. Finally, a fund hasn't the whole trust and may be wrong when analysing a company action or decision. We see a lot of arrogance from certain funds."
- ▶ "Forcing activists to act in a reliable transnational/at least Europe wide legal framework."
- ▶ "Hard evidence of ownership and full public disclosure of (short) position required."
- ▶ "Impose disclosure obligations for activists, including: - transparency on level of real investment at stake - potential conflicts of interests - loyalty/fairness/level of depth of due diligence and calculation methodology when stating a recommendation, - respect the black-out periods applicable to issuers."
- ▶ "Introduce lower thresholds for Investors/activists to come out of the closet, better regulation of communication timing of activists Investors."
- ▶ "It is important that the duty of care for activists to ensure their statements are correct is nearer to the same level that applies to the companies themselves. Otherwise, the issuers are forced onto the defensive and this is often not in the best interests of all other stakeholders, particularly employees."
- ▶ "Management is bound by a code of conduct and that should also apply to activists."

- ▶ “My impression is that the priority is to create full symmetry among investors, rather than between investors and issuers. The latter are really 2 different entities; the former set the Company strategy and priorities, the latter execute and operate. A real symmetry can be reached if - on one side - all investors have the same playing field, and on the other side the Management of the Company is solid and credible, hence giving "market power" to the Issuer. Rules can help, but the balance is a complicated exercise, which needs to be continuously refreshed though performance, on the Company side, and by a long term approach by investors, calling for sustainable value generation.”

◆ **Do you accept to meet activists**
(conferences, investor trips, roadshows)?

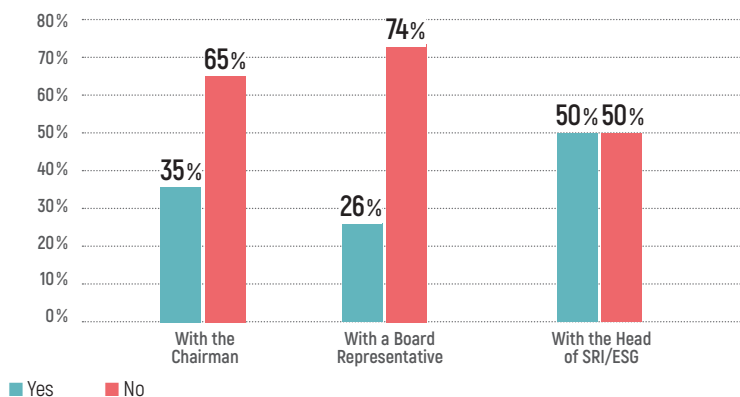


The dialogue with activists is definitely considered as a good option for issuers and the top management is generally available for these interactions. Issuers insist to dialogue with activists the same way they dialogue with other investors. Interestingly, much more issuers are open to a dialogue at the CFO level than the issuers who actually did so.

- ▶ “Not CFO/CEO level in the first instance.”
- ▶ “Not if we know they are activists, but they seldom disclose their intent.”
- ▶ “Open door Policy as long as people are polite enough.”
- ▶ “They were invited to our investor days.”
- ▶ “We are open to engagement particularly at conferences. From a roadshow perspective they will not be a priority for executive engagement.”

- ▶ “We believe that it is better to proactively talk to them and understand their motives than to hide from them. If they want to act, they will, regardless of management meeting with them or not.”
- ▶ “We do but we carefully select and prepare meetings.”
- ▶ “We treat them as any large shareholders when it comes to meetings.”
- ▶ “Yet, we are not especially fond of meeting them. However, we think we cannot refuse a meeting request with them, at CFO or IR level.”
- ▶ “You need to meet and speak with activists, always representing the best interest of the Company. All investors need to have a fair and common treatment. No investor or group of investors, in turn, should try to influence the Company for its own interest, and against the interest of the other investors, and of the Company itself.”

◆ Do you plan to set-up some corporate governance roadshows over the next twelve months?



The surveys shows that most of the issuers do not intend to set up corporate roadshows with the Chairman or a Board Representative. However, **half of the issuers plan to set-up corporate governance roadshows with the Head of SRI/ESG** and some issuers indicate that their roadshows also involve the company secretariat, representatives of the legal department, independent directors or the CFO.

One issuer indicates that SRI/ESG matters are constantly evolving and investors' approach is still heterogeneous. Therefore, meetings with investors are mainly on request as long as the foundations of SRI/ESG topics are not laid down internally.

- ▶ “Corporate governance roadshow is set with the General counsel. We will reinforce the process at the end of this year to meet with passive funds.”
- ▶ “ESG story is in flux - as the legal settings are in development mode. There is no full clarity on the benchmarks. Approach of investors is heterogeneous. So far we have been concentrating to lay the foundations for SRI/ESG topics internally and to cope with the changing legal landscape externally. We are open minded to talk to ESG investors - mainly on request.”
- ▶ “From time to time there are investor meetings with the Chairman on Corporate Governance.”
- ▶ “Governance roadshow will also involve Legal VP (in addition to Head of IR).”
- ▶ “Sustainability manager, Company secretariat and IR are spokespersons on ESG.”
- ▶ “Targeting is critical for this type of RS, which should be organized with the General Secretary, a representative of our Legal Department and IRO.”
- ▶ “We are analysing the possibility to set up Corporate governance roadshows, but the plan and the company’s representative is still to be decided.”
- ▶ “We have regular Chairman and ESG roadshows.”
- ▶ “With CFO, Lead Independent director and IR specialist on ESG topics.”

How do you interact with investors’ governance/ stewardship teams?

116 issuers made substantive comments concerning the means they are using to interact with investors’ governance or stewardship teams. A strong response to an activist by the board and management and their advisers often includes, among other things, **maintaining dialogue with relevant regulators, proxy advisers and other key constituencies**, including other significant shareholders.

The survey reveals that most issuers tend to maintain a private, direct and regular dialogue with the governance of their shareholders through conference calls, meetings, emails, direct contacts or proxy agents. Some even consider the investors to be more and more relevant for the proper development of company governance standards, as they often provide valuable insight.

The dialogue thus provides the opportunity for the company's members of the board to assess the activists' views on the company's strategy, and shows their willingness to listen to the activist shareholders' concerns and suggestions.

The dialogue is mainly engaged with the key shareholders of the company, which include, *inter alia*, top active and passive investors, analysts, proxy advisors etc. However, the dialogue can sometimes be made public through governance roadshows, annual reports or executive summaries published on the company's website. Gaining the support of (other) shareholders might prove pivotal in fending off an activist shareholder.

Nevertheless, for a lot of issuers, the dialogue with investors is only engaged upon request of the investors or ahead of the shareholders' meetings in order to have a view on their main guidelines before the shareholders' meetings with respect to the resolutions to be submitted to the shareholders. A limited access to contact details of governance and Stewardship teams due to a lack of contact databases available can sometimes explain the limited contact between issuer and investors.

The survey shows that the dialogue is often engaged with the IR department, the corporate secretariat and lead independent directors.

- ▶ "Before every AGM we engage with the governance of our key shareholders."
- ▶ "Calls/meetings, emails around AGM time /Direct contact, usually event-driven or upon request, conference calls or meetings on roadshows."
- ▶ "Currently no/limited interaction."
- ▶ "Direct emails and phone calls or through PMs / Through proxy agent."
- ▶ "Directly and regularly. They are very relevant for the proper development of Company governance standards, as they often provide valuable insight."
- ▶ "Frequently (Roadshows, calls, conferences) through IR team members focused on the topic."
- ▶ "Governance Roadshows and Executive Summaries on special topics, which we publish on our website and disseminate to key stakeholders directly (top active and passive investors, analysts, proxy advisors)."
- ▶ "Not enough and interactions are too much directly related to shareholders' meetings and votes. As such, this is an area of improvement that we have clearly identified, thus a Governance roadshow is planned in November."

- ▶ “On a yearly basis Directly at IR level / Most meetings led by IR with Board or Exec presence if requested.”
- ▶ “On an adhoc basis when a meeting is requested. many of our shareholders are small funds.”
- ▶ “Proactive contact with governance investors before draft of resolutions is submitted to the board in order to know their main guidelines.”
- ▶ “Regular dialogue outside proxy season with Lead Independant Director to cover mid-term governance topics; and before proxy season to get feedback on shareholders' meeting agenda. These teams are more and more part of overall business discussions with portfolio managers.”
- ▶ “So far no easy access to contact details of governance and Stewardship Teams at passive money Managers. So far no contact databases available like IR INSIGHT for PM/Analyst contact Details. No Broker publications available e.g. about relevant stewardship contacts at top 20 passive Money managers.”
- ▶ “Through public disclosure in online reports and annual report and accounts. Offer Chairman meetings to large shareholders and Chair of RemCom offers to engage with shareholders with regard to executive remuneration and policies.”
- ▶ “We organise calls ahead of the AGM to discuss resolutions with the top 20 investors: IR + Corporate Secretary.”

Which kind of actions have you internally implemented to deal with shareholder activism?

80 issuers made substantive comments concerning actions internally implemented to deal with shareholder activism.

In general, issuers tend to adopt a proactive strategy to anticipate and prepare for a potential activist campaign. There are a number of steps that a company could take prior to being targeted by a shareholder activist. Such steps may include the following: conducting regular strategic reviews to identify areas of interest for activists, monitoring the company's shareholder base to identify beneficial ownership, increased levels of stock borrowing and the use of derivatives, maintaining good corporate governance standards, identifying and anticipating areas of vulnerability and conducting white paper exercises with the company's management taking the position of an activist shareholder.

According to the survey, **many issuers start by monitoring trades, shareholders' behaviour and shareholdings, to track short positions or flag potential engagements with potential activists or to identify whether**

relevant thresholds are crossed and the consequences this may bring, such as making a disclosure or having to make a mandatory bid.

In addition to monitoring a company's shareholders, a company's advisers team can assist the company by routinely assessing the company's strengths and vulnerabilities to activism, reviewing its structural defences and keeping current on the evolving corporate governance practices and preferences of its shareholders and the broader market. This workgroup traditionally involves the CFO, the head of IR, the corporate secretary, and members of the board.

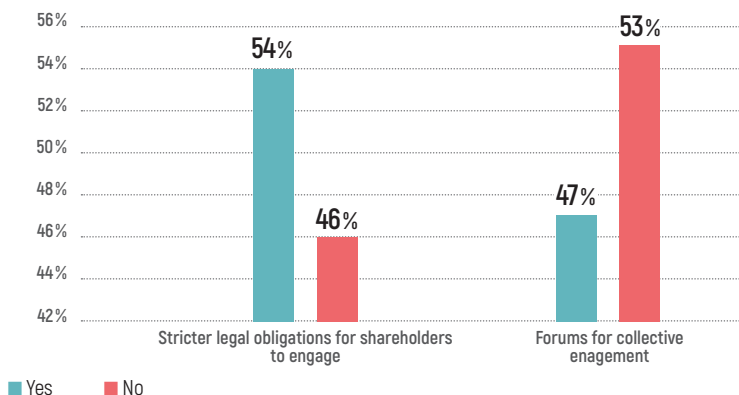
Finally, defence manuals can be compiled to set out in detail which internal departments and which external advisers are to be involved in the event of an imminent attack, which steps need to be taken at a specific phase of a campaign and which approaches should be followed with respect to the activist, the key shareholders and the media in terms of communication.

These manuals are sometimes approved by the board of directors if needed.

- ▶ "“Stress test” strategy, performance and governance, prepare defence mandate and activities.”
- ▶ “Tracking short positions and flagging potential engagements with potential activists.”
- ▶ “Annual review of activism risks at Board level / Dedicated activist project teams.”
- ▶ “Close monitoring of shareholding moves, plain vanilla AGM resolutions, share buyback.”
- ▶ “Defence/ Activism Planning / Defence book preparation.”
- ▶ “Detection (analysis of positions), Proactive dialogue on governance.”
- ▶ “External consultancy for defence.”
- ▶ “Frequent shareholder ID analysis.”
- ▶ “Monitoring shareholder registers. We have not been susceptible to activist interest in our history to date.”
- ▶ “Nothing particular. We consider monitoring daily Trading closer.”
- ▶ “Reinforcement of existing processes; taskforce for coordination.”

- ▶ “Set up a workgroup with CFO, IRs, head of strategy, corporate secretary, communication and externals advisors to monitor, define appropriate actions and report to the Board.”
- ▶ “War room; engagement drawer plan approved by Board of Directors (if ever needed); agree parameters of communication internally in advance.”
- ▶ “We defined a manual including for such a case.”
- ▶ “We established clear rules who would be in contact with the activist and have updated our defence routines.”
- ▶ “We have a playbook developed as part of our defence planning.”
- ▶ “We have prepared the organization (crisis unit) and the counter arguments in case of an “attack”.”
- ▶ “We have two banks as advisors and annually update our rebuttal arguments. We also have the defense procedures worked out in detail.”

◆ What might improve the engagement with major institutional shareholders?



While issuers traditionally seem to favour soft law and the development of private dialogue with investors, the survey shows that most of the issuers believe stricter legal obligations for shareholders to engage, rather than forums for collective engagement, might improve the engagement with major institutional shareholders. Most of the issuers thus consider that regulations shall be amended in order to ensure a common level playing field for all investors.

According to the survey, issuers tend to think that **institutional proxy advisers can be considered as regulatory bodies** because of the influence they have over the shareholders.

Most of the issuers consider that **investors should take their role as shareholders more seriously**, by getting to know the company's corporate governance structure and strategy and by voting autonomously, without relying blindly on proxy advisers. Some issuers thus point the issue of low voting terms to which stricter legal obligations for shareholders to engage could cope.

Some issuers also suggest that a better level of transparency regarding, *inter alia*, the ownership of the shares - including, in particular, in the case of securities lending - might improve the engagement with major institutional shareholders.

One can expect the level of transparency to be improved as the Shareholder Rights Directive, recently amended, provides further transparency regarding the identity of shareholders, a comply or explain requirement for institutional shareholders to develop and disclose a shareholder engagement policy and new transparency requirements for proxy advisers.

Almost one third of the issuers remain sceptical concerning a potential improvement or are comfortable with the current regulation. One issuer believes that adding an extra layer to the current regulation might be irrelevant due to the complexity of the rules already in place.

- ▶ "A higher awareness on the matter needs to be reached. My impression is that Institutions and Governmental bodies of single Countries need to improve their knowledge on international activism precedent, and take steps to ensure a common level playing field for all investors."
- ▶ "I believe all investors should take ownership of their votes rather than blindly go with the likes of ISS who are more and more overwhelmed and conflicted."
- ▶ "I do not believe in regulation, not even soft law. Perhaps investors should take their ownership role up for revision I believe many are too passive. They use proxy advisors to cast the vote at the Annual General Meeting, this should not be necessary, knowing a company's corporate governance structure and history should be mandatory if you invest in a company."
- ▶ "I do not know the UK setup, but currently most interaction happens via proxy advisors, and to some extend the proxy advisors become regulatory bodies."

- ▶ “Keep on offering investor conferences and further strengthen direct or indirect corporate access.”
- ▶ “Let’s just set up commonly acceptable rules and ensure that in the spirit of common law, activists aren’t trying to add additional constraints to an already thick mille-feuille.”
- ▶ “Low voting turn out for EGM and AGM resolutions is disappointing. Mandated voting for large holders would be beneficial.”
- ▶ “More transparency on who owns what, who is lending shares to whom.”
- ▶ “The issue is not whether or not they engage, but whether they engage on matters of real strategic relevance. Governance is not the answer to strategic challenges, better strategy is the answer, but increasingly ‘active’ institutional managers lack the resources to have real expertise given the pressures they are facing from passive managers. And passive managers are only interested in governance, which only helps to a point.”

 **Appendix: Questions from the survey**

1. How sensitive are your Chairman and CEO to the activism risk?

	5 (highly sensitive)	4	3	2	1 (not sensitive)	I don’t know
Chairman						
CEO						

Comments

2. Have you ever been confronted with activist shareholders over the last 12 months?

Yes No I don’t know

Comments

3. Please briefly describe the methods used and the objective sought by these activists.

4. Have you initiated or attempted to initiate a public or a private dialogue with these activists?

	Yes	No
Public dialogue		
Private dialogue		
At the CEO level		
At the CFO level		
At the IR level		

5. Have they agreed to establish a dialogue?

Yes No I don't know

Comments

6. Was this dialogue constructive or controversial?

Constructive Controversial I don't know

Comments

7. What are the main obstacles you have encountered in your dealings with these activists?

8. Do you think there is an asymmetry between the regulations applicable to activists and those applicable to issuers?

Yes No I don't know

Comments

9. In your opinion, and if necessary, what propositions could be made to design a better level playing field between activists and issuers?

10. Do you accept to meet activists (conferences, investor trips, roadshows)?

	Yes	No
At the CEO level		
At the CFO level		
At the IR level		

Comments

11. Do you plan to set-up some Corporate governance roadshows over the next 12 months?

	Yes	No	I don't know
With the Chairman			
With a Board representative			
With the Head of SRI/ESG			

Comments

12. How do you interact with investors' governance/stewardship teams?

13. Which kind of actions have you internally implemented to deal with shareholder activism?

14. What might improve the engagement with major institutional shareholders?

	Yes	No
Stricter legal obligations for shareholders to engage		
Forums for collective engagement (eg. Investor forum in the UK)		

Comments

 **Disclaimer**

You hereby acknowledge and agree that the information and/or services provided hereunder do not constitute investment recommendation or investment advice and shall not be considered as an offer, invitation, solicitation or recommendation from Exane or its affiliates to buy or sell any financial instruments.

Exane and its affiliates do not make any representation or warranty, whether statutory, express, implied, oral or written and expressly disclaim any express warranties, including all warranties of merchantability or fitness of particular purpose. Neither Exane or its affiliates warrant that the information and/or services provided hereunder will meet your needs or expectations.

Exane and its affiliates do not make any warranty and shall in no case be liable with respect to the accuracy, completeness or quality of any information, result, text or any other item contained within or generated by the information and/or services provided hereunder or with respect to the access, reference to, use of or reliance on any information and/or services provided hereunder or on any results generated or contained therein.

This correspondence is intended for the sole use of the recipient and no part of this material shall be reproduced, distributed or published by any recipient for any purpose. If you are the unintended recipient of this message, please delete the message and notify the original sender.

Exane SA is authorized and regulated in France by the Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution (« ACPR ») and regulated by the Autorité des Marchés Financiers (« AMF ») and is subject to limited regulation by the Financial Conduct Authority in the United Kingdom via its London Branch, with company number FC035983 and UK establishment office address at One Hanover Street, London W1S 1YZ.

BIBLIOGRAPHIE



ACTIVIST INSIGHT & SCHULTE, ROTH & ZABEL, *The activist investing annual review*, 2019

ACTIVIST INSIGHT & SKADDEN, *Activist investing in Europe*, 2018

AIMA, SIMMONS & SIMMONS, *Unlocking value - The role of activist alternative investment managers*, 2015

AIMA, *Comments on the value of active shareholder engagement*, 2019

AMF, *L'Autorité des marchés financiers rappelle certaines dispositions applicables aux situations de spéculation baissière*, Communiqué du 4 septembre 2018

AMF, *Rapport sur les ventes à découvert*, 2009

AMF, *Rapport sur les opérations de prêt emprunt de titres en période d'assemblée générale d'actionnaires*, 2008

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

B. ARAUJO, A. ROBBINS, *The Modern Dilemma: Balancing Short and Long-Term Business Pressures*, World Economic Forum, 2019

L. A. BEBCHUK, A. BRAV, W. JIANG, *The long-term effects of hedge fund activism*, 115 Colum. L. Rev., 2015

D. K. BERMAN, *The stock market has turned into a 24-hour Speakers' Corner*, *Financial Times*, 1st July 2019

BLOOMBERG, *The World's Most Feared Investor*, 7 August 2019

N. BOMBRUN, J. AMSELLEM-VIGANO, « Développement de l'activisme actionnarial : Comment anticiper une campagne activiste ? », *RTDF* 2019, n° 1, p. 3

BPIFRANCE, *Bpifrance a la capacité de riposter face aux activistes*, Reuters, 26 mars 2019

J. C. COFFEE, JR. & D. PALIA, *The Wolf at the Door: The Impact of Hedge Fund Activism on Corporate Governance*, Columbia Law School Working Paper n° 521, 2015

V. DE BEAUFORT, « L'engagement actionnarial en France, vecteur de gouvernance pérenne ? », *Rev. sociétés* 2019, p. 375

A. DE LA CRUZ, A. MEDINA, Y. TANG, *Owners of the World's Listed Companies*, OECD Capital Market Series, 2019

O. DE VILMORIN, A. BERDOU, « L'essor de l'activisme actionnarial en France », *Magazine Fusions & Acquisitions*, 19 septembre 2018

EUROPEAN CORPORATE GOVERNANCE INSTITUTE, *Index Funds and the Future of Corporate Governance: Theory, Evidence, and Policy*, 2018

EUROPEAN CORPORATE GOVERNANCE INSTITUTE, *Governance under the Gun: Spillover Effects of Hedge Fund Activism*, 2018

EXANE BNP PARIBAS, *Peut-on détecter la montée d'un activiste au capital ?* Synthèse pour les Directions Financières, 2019

EXANE BNP PARIBAS, *Activism: Being John Activist Reloaded*, 2019

EXANE BNP PARIBAS, *Activism case study: Pernod Ricard*, 2019

T. FROSSARD ET C. JAKYMIW, « L'activiste actionnarial : surpasser les craintes françaises pour en faire une force », disponible sur le site regroupementpplocal.com

E. FOUREL, A. GUENAOUI, P. OUDIN ET S. VERMEILLE, « Pour une véritable gouvernance d'entreprise en France — Réflexions sur l'activisme actionnarial », disponible sur le site droitetcroissance.fr

INVESTOR FORUM, *The Four Dialogues - The need to improve how Investors and Companies engage on Governance – summary report*, 2019

INVESTOR FORUM, *Annual review*, 2018

INVESTOR FORUM, *Defining Stewardship and Engagement*, 2019

B. KANOVITCH, J. R. CAMMAKER, *Shareholder activism in the U.S. and Europe*, Paris 1 Panthéon-Sorbonne & Harvard Law School, septembre 2018

D. A. KATZ, V. GOLDFELD, *SEC to Hold Roundtable on Short-Termism and Interplay with Periodic Reporting System*, *Harvard Law School Forum on Corporate Governance and Financial Regulation*, 2019

S. KOLHATKAR, *Paul Singer, Doomsday Investor - The head of Elliott Management has developed a uniquely adversarial, and immensely profitable, way of doing business*, *The New Yorker*, 27 août 2018

LAZARD, *Memorandum summarizing key themes from the event "Under Pressure: Directors in an Era of Shareholder Primacy"*, 2019

LAZARD, *Review of Shareholder Activism*, 2019

LAZARD, *H1 2019 Review of Shareholder Activism*, 2019

B. LE MAIRE, *La France prépare sa riposte aux fonds activistes*, Reuters, 5 avril 2019

M. LIPTON, *Capitalism at an Inflection Point*, Harvard Law School Forum on Corporate Governance and Financial Regulation, 2019

M. LIPTON, *Coordinating Governance and Stewardship Between Institutional Investors and Asset Managers*, Harvard Law School Forum on Corporate Governance and Financial Regulation, 2019

M. LIPTON, S. A. ROSENBLUM, K. L. CAIN, S. V. NILES, *The New Paradigm and the EU Shareholder Rights Directive II*, Harvard Law School Forum on Corporate Governance and Financial Regulation, 2019

M. LIPTON, S. A. ROSENBLUM, K. L. CAIN, S. V. NILES, A. S. BLACKETT & K. C. IANNONE, *It's Time To Adopt The New Paradigm*, Harvard Law School Forum on Corporate Governance and Financial Regulation, 2019

M. LIPTON, S. A. ROSENBLUM, K. L. CAIN, S. V. NILES, *Corporate Purpose: Stakeholders and Long-Term Growth*, Harvard Law School Forum on Corporate Governance and Financial Regulation, 2019

M. LIPTON, Z. S. PODOLSKY, *Activism: The State of Play*, Harvard Law School Forum on Corporate Governance and Financial Regulation, 2018

M. LIPTON, ANNA SHIFFLET, *New Theory in Corporate Governance Undermines Theories Relied on by Proponents of Short-Termism and Shareholder Activism*, Harvard Law School Forum on Corporate Governance and Financial Regulation, 2016

C. MAYER, *The Future of the Corporation: Towards Humane Business*, Journal of the British Academy, 6(s1), p. 1, 2018

J. MITTS, *Short and Distort*, 17 August 2018

C. NEUVILLE, A. GUENAOU, A. D'ANDLAU, E. DUBOIS, L. BOISSEAU, M. GOLDBERG-DARMON, P. LEROY, H. DE VAUPLANE, « Fonds activistes : opportunité ou menace pour l'économie ? », *JCP E* 2018, n° 1439

I. PARACHKÉVOVA, « Les obligations des fonds d'investissement au sein des sociétés cotées », *Rev. sociétés* 2015, p. 75

A. PIETRANCOSTA, « Propos sur la nécessaire clarification des infractions d'abus de marché au temps de l'activisme actionnarial », à paraître aux *Mélanges Alain Couret* ; « *Brief remarks on the necessary clarification of market abuse prohibitions in times of shareholder activism* », à paraître, SSRN et RTDF 2019/3

T. ROWE PRICE, *T. Rowe Price's Investment Philosophy on Shareholder Activism*, 2018

S. SCHILLER, « L'environnement réglementaire des fonds activistes », JCP E 2018, n° 1437

SQUAREWELL PARTNERS, Annual Activism Survey, 2019

R. THOMAS, « L'activisme est un comportement d'investisseur », *Analyse financière* 2018, n° 68

E. WOERTH, B. DIRX, *Rapport d'information n° 2287 sur l'activisme actionnarial*, 2019

