



AVRIL 2020

**COMMUNICATION DE L'AMF
SUR L'ACTIVISME ACTIONNARIAL**

[amf-france.org](https://www.amf-france.org)

AUTORITÉ
DES MARCHÉS FINANCIERS



Le débat sur le comportement de fonds dits « activistes » n'est pas nouveau mais il a connu un regain d'intensité en 2019, en raison de quelques cas d'activisme particulièrement emblématiques et d'un certain nombre de propositions qui ont été faites dans le cadre de plusieurs rapports publics pour mieux encadrer ces pratiques.

En effet, s'il y a un relatif consensus pour reconnaître l'utilité de l'activisme actionnarial dans le processus de formation des prix, dans l'amélioration de la gouvernance des entreprises et dans la défense des intérêts des actionnaires minoritaires, ces rapports ont considéré qu'un meilleur encadrement devait être mis en place pour éviter des excès qui déstabilisent indûment des émetteurs, nuisent au bon fonctionnement des marchés et, *in fine*, pénalisent les investisseurs.

En tant que régulateur, l'AMF a suivi avec attention ces travaux qui portent sur des sujets ayant un lien direct avec l'exercice de ses missions de régulation, de suivi, de surveillance et de répression. Plusieurs recommandations de ces rapports portent d'ailleurs spécifiquement sur les pouvoirs et les moyens de l'AMF.

Au regard des enjeux qui en résultent pour la Place financière de Paris, le Collège de l'AMF entend apporter sa contribution au débat. Il considère que le cadre juridique actuel **n'appelle pas d'évolution majeure, mais il propose plusieurs mesures ciblées**, présentées ci-dessous, visant principalement à :

- **améliorer la transparence des positions longues prises par les investisseurs**, en adaptant la réglementation relative aux franchissements de seuils légaux (au minimum en les réduisant pour les grandes entreprises) et statutaires (en les rendant publics) ;
- **assurer une meilleure transparence sur l'exposition économique des investisseurs**. A cet égard, l'AMF considère qu'il serait souhaitable de compléter la déclaration des positions courtes nettes sur actions, lorsque celle-ci est exigée, par une information sur les instruments de dette, et plus particulièrement les obligations et CDS détenus concomitamment par l'investisseur. L'AMF soutiendra de telles propositions au niveau européen ;
- **promouvoir un dialogue ouvert, loyal et équitable entre les émetteurs et leurs actionnaires**. A cette fin, l'AMF propose notamment de compléter sa doctrine aux fins d'y ajouter des recommandations sur le dialogue actionnarial ;
- **accroître les capacités d'analyse et de réaction de l'AMF dans le cadre de campagnes activistes**, afin que le régulateur soit en mesure d'apporter des réponses, y compris répressives, rapides et adaptées, lorsque les circonstances l'exigent. L'AMF propose des mesures susceptibles d'accroître ses capacités de réaction dans le cadre de campagnes activistes.

Sujet d'actualité depuis plusieurs mois, l'activisme actionnarial est devenu un enjeu de Place dont se sont saisis les acteurs du marché et leurs organisations représentatives, ainsi que les pouvoirs publics. Ce thème a fait l'objet de plusieurs rapports publics récents¹, qui ont chacun formulé des recommandations visant à encadrer davantage certaines pratiques dites « *activistes* », considérées - à des degrés variés, selon les rapports - comme susceptibles de porter atteinte au bon fonctionnement des marchés financiers.

En tant que régulateur, l'AMF a suivi avec attention ces travaux qui portent sur des sujets ayant un lien direct avec l'exercice de ses missions de régulation, de suivi, de surveillance et de répression. Plusieurs recommandations de ces rapports portent d'ailleurs spécifiquement sur les pouvoirs et les moyens de l'AMF.

Au regard des enjeux qui en résultent pour la Place financière de Paris, le Collège de l'AMF entend apporter sa contribution au débat actuel sur l'activisme actionnarial, en présentant, d'une part, l'approche de l'Autorité en la matière et, d'autre part, ses propositions et recommandations à ce sujet.

I. L'approche de l'AMF en matière d'activisme actionnarial

➤ L'approche de l'AMF en matière d'activisme actionnarial s'inscrit dans le cadre de ses missions fondamentales.

L'action de l'AMF en matière d'activisme actionnarial s'inscrit dans le cadre et dans le respect de ses attributions fondamentales, définies à l'article L. 621-1 du code monétaire et financier, aux termes desquelles elle veille notamment « à la protection de l'épargne investie dans les instruments financiers », « à l'information des investisseurs et au bon fonctionnement des marchés d'instruments financiers », en « prenant en compte les objectifs de stabilité financière dans l'ensemble de l'Union européenne et de l'Espace économique européen et de mise en œuvre convergente des dispositions nationales et de l'Union européenne ».

➤ L'activisme actionnarial est un phénomène protéiforme qui n'appelle pas de réponse uniforme du régulateur.

L'activisme actionnarial recouvre des situations et pratiques variées, ainsi que l'illustre la dichotomie usuelle entre « *activisme long* »² et « *activisme court ou short* »³. Les campagnes dites activistes sont en

¹ Rapport du 2 octobre 2019 publié en conclusion des travaux d'une « mission d'information relative à l'activisme actionnarial », constituée par la Commission des finances de l'Assemblée nationale, qui avait pour co-rapporteurs Eric Woerth et Benjamin Dirx (ci-après le « Rapport Woerth ») ; rapport du 7 novembre 2019 intitulé « *Activisme actionnarial* » rédigé par une commission *ad hoc* du Club des Juristes présidée par Michel Prada (ci-après le « Rapport du Club des Juristes ») ; rapport du 10 décembre 2019 intitulé « *Activisme actionnarial* » publié par l'Association française des entreprises privées (ci-après le « Rapport AFEP ») ; rapport du 9 janvier 2020 d'un groupe de travail d'Europlace, qui se compose de deux documents intitulés « *Gouvernance actionnariale et pratiques de marché* » et « *Des actionnaires responsables* » (ci-après le « Rapport Europlace »).

² Schématiquement, lorsqu'un investisseur, ayant la conviction qu'une société est sous-évaluée, entre au capital de l'émetteur afin d'exiger des évolutions significatives, notamment en termes de gouvernance ou de stratégie, dans le but de tirer profit de l'appréciation du cours consécutif à ces évolutions.

³ Schématiquement, lorsqu'un investisseur, ayant la conviction qu'une société est surévaluée, prend des positions courtes sur le titre afin de tirer profit de l'ajustement à la baisse du cours, tout en prenant des positions publiques sur la situation de l'émetteur.

effet particulièrement hétérogènes, tant dans leurs modalités (prises de participation disparates ; discussions privées ou publiques avec l'émetteur ; sollicitation ou non du soutien des autres actionnaires ; actions menées dans un cadre sociétaire ou dans un cadre judiciaire...) que dans leurs finalités (remise en cause de la stratégie, de la gouvernance voire des dirigeants, ou encore de la politique « ESG »⁴ d'un émetteur ; promotion d'une réorganisation stratégique de l'activité de l'entreprise ou du périmètre de celle-ci ; demande de modification des termes d'une opération financière...).

Outre son caractère polymorphe, l'activisme est également un phénomène intrinsèquement ambivalent quant à ses effets potentiels sur les marchés financiers. Parce qu'il est censé prendre des positions sur des émetteurs dans le but de les inviter à modifier leur stratégie, leur communication financière ou leur gouvernance, l'investisseur activiste est susceptible de contribuer à la bonne formation des prix sur les marchés, ainsi qu'à l'amélioration de la gouvernance et de la gestion des émetteurs, *a fortiori* dans un contexte marqué par l'essor des investisseurs passifs et par une réduction de la diversité des analyses et des intervenants.

Cependant, les excès de certains comportements activistes peuvent être anormalement déstabilisateurs, tant pour les émetteurs que pour le bon fonctionnement du marché : déficit de transparence sur leurs positions, sur leurs intentions ou sur leurs conflits d'intérêts ; déstabilisation des entreprises à des moments clés de la vie sociétaire ; diffusion d'informations fausses ou trompeuses ; manipulations de cours...

Sur le plan académique, plusieurs études ont mis en évidence les effets positifs des comportements activistes, à la fois aux Etats-Unis et en Europe. Ces études analysent essentiellement les comportements activistes « longs ». D'autres études, analysant d'autres types de comportements activistes, aboutissent toutefois à des constats plus contrastés, confirmant le caractère protéiforme de l'activisme actionnarial et la complexité des questions qu'il soulève.

➤ Dans cette perspective, il appartient au régulateur d'adopter une approche équilibrée et pragmatique des comportements activistes.

Les actions menées par les actionnaires activistes ne constituent le plus souvent que l'exercice des prérogatives légales dévolues à tout actionnaire (question écrite au conseil d'administration ; question au président du conseil d'administration ou au directoire sur une ou plusieurs opérations de gestion de la société ; sollicitation active de mandats ; demande d'inscription de points ou de projets de résolution à l'ordre du jour de l'assemblée générale...). L'engagement des actionnaires dans la vie sociétaire d'un émetteur est une condition de son bon fonctionnement. A ce titre, il a été encouragé par le régulateur. La problématique soulevée par les pratiques activistes n'est pas d'empêcher l'activisme mais de se donner la capacité d'en maîtriser les excès.

A cet égard, le régulateur rappelle qu'il exerce un suivi étroit, non seulement des émetteurs cotés relevant de sa compétence, mais également des interventions sur le marché des investisseurs, y compris activistes, aux fins notamment de faire respecter la réglementation encadrant la communication des différents acteurs concernés. Le renforcement progressif des données à la disposition de l'AMF conforte ses moyens d'analyse et ses capacités de réaction à cet égard. L'intervention de l'AMF vise en particulier

⁴ Certains investisseurs activistes demandent ainsi aux émetteurs de prendre davantage en compte les enjeux et impacts sociaux et environnementaux.

à faire respecter les règles de transparence (franchissements de seuils, déclarations d'intention), les dispositions du règlement délégué sur les « recommandations d'investissement »⁵ (mention des conflits d'intérêts et présentation objective) et, plus généralement, les règles applicables aux abus de marché, et notamment l'interdiction de la diffusion de fausses informations.

A cet égard, l'AMF effectue un examen systématique des informations publiées sur les titres relevant de sa compétence et les croise avec l'évolution du marché du titre. Les publications impactant le cours des titres (notamment celles des émetteurs mais également celles de tiers, investisseurs activistes par exemple) font l'objet d'une analyse approfondie de leur contenu et du marché du titre afin de s'assurer du respect de la réglementation applicable, en particulier du règlement sur les « abus de marché »⁶. Dans le cas de campagnes activistes, une attention particulière est également portée par l'AMF au respect des obligations déclaratives de franchissement de seuil et d'intention.

S'agissant plus spécifiquement de l'activisme « court », l'AMF effectue une analyse des déclarations de positions courtes nettes reçues en application du règlement sur les « ventes à découvert »⁷. Ces déclarations sont croisées avec les données disponibles sur les suspens de règlement-livraison et sur le marché du prêt-emprunt des titres concernés, ainsi qu'avec les communications publiques des investisseurs activistes, effectuées notamment sur les réseaux sociaux. L'AMF procède en outre, dans les situations de tension de marché, à des demandes d'information auprès des déclarants de position courte nette afin de vérifier le respect des dispositions du règlement sur les ventes à découvert. Un soupçon de manquement à la réglementation peut mener à différents types d'actions de la part de l'AMF, allant de la demande d'information complémentaire jusqu'à la proposition d'ouverture d'enquête lorsque le soupçon est suffisamment étayé.

Enfin, en cas de campagnes activistes, l'AMF a pu exiger, et obtenir, plus de transparence ou des informations complémentaires de la part d'émetteurs sur des sujets relatifs à leur gouvernance, leurs comptes, leur endettement ou leur stratégie. Par ailleurs, l'AMF a pu intervenir à propos de déclarations effectuées par des tiers, notamment lorsque ces déclarations relevaient de la réglementation applicable aux recommandations d'investissement. A cet égard, l'AMF a veillé à ce que et, dans certains cas, exigé, que ces publications respectent l'ensemble des dispositions en vigueur, notamment celles relatives à la « présentation objective des recommandations » et celles relatives à « la communication des intérêts et des conflits d'intérêts ».

➤ **L'activisme actionnarial n'appelle pas d'évolution majeure de la réglementation en vigueur, laquelle relève largement du cadre européen.**

Le cadre juridique relatif aux comportements activistes est largement fixé au niveau européen, avec notamment les règlements sur les « abus de marché », les « recommandations d'investissement » et les « ventes à découvert ». Cette réglementation européenne d'applicabilité directe, qui présente l'avantage de créer un espace de régulation et de concurrence équitable, ne permet pas aux pouvoirs publics d'exercer isolément des prérogatives normatives au niveau national dans les domaines relevant de règlements européens.

⁵ Règlement délégué (UE) 2016/958 de la Commission 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.

⁶ Règlement (UE) n° 596/2014 du Parlement européen et du Conseil du 16 avril 2014 sur les abus de marché.

⁷ Règlement (UE) n° 236/2012 du Parlement européen et du Conseil du 14 mars 2012 sur la vente à découvert et certains aspects des contrats d'échange sur risque de crédit.

Si certains ajustements de la réglementation pourraient sembler opportuns, l'AMF considère, au regard de son expérience de ces situations activistes, que le cadre juridique en vigueur est suffisamment souple et robuste pour permettre au régulateur d'intervenir lorsque sont identifiées des actions d'investisseurs potentiellement déstabilisatrices pour le marché et les émetteurs.

En outre, si les campagnes dites activistes font fréquemment l'objet d'un retentissement médiatique, elles restent quantitativement peu nombreuses, bien qu'en augmentation sur la période récente. Parmi les campagnes dites activistes recensées depuis plus de dix ans, les campagnes menées par des « *activistes courts* » font figure d'exception. La quasi-totalité des campagnes activistes intervenues en France depuis dix ans impliquait des activistes « long ». Plus généralement, les données disponibles montrent qu'il n'existe pas de spécificité française, tout du moins en termes quantitatifs, en matière d'activisme actionnarial.

Pour ces raisons, l'AMF considère que l'activisme actionnarial n'appelle pas d'évolution majeure de la réglementation en vigueur, qu'il s'agisse des normes européennes ou françaises. S'agissant des normes purement nationales, toute réglementation additionnelle qui viendrait singulariser la Place financière de Paris, notamment par un accroissement significatif des obligations pesant sur l'ensemble des acteurs de marché, dont les investisseurs, pourrait comporter des effets indésirables, en particulier sur son attractivité.

Toutefois, l'AMF a retenu, dans le prolongement des rapports produits sur le sujet, plusieurs propositions. Celles-ci ont pour but d'améliorer le bon fonctionnement et la transparence des marchés, mais également d'accroître les capacités d'analyse et de réaction de l'AMF dans le cadre de campagnes activistes.

II. Propositions de l'AMF en matière d'activisme actionnarial

A titre liminaire, l'AMF n'est pas favorable à l'adoption d'une définition légale de l'activisme actionnarial, pratique qui revêt les formes les plus diverses. Un actionnaire activiste peut utiliser, au service de ses fins, les moyens légaux mis à la disposition de tout actionnaire, de sorte qu'aucun critère incontestable ne paraît en mesure de définir intrinsèquement un actionnaire « activiste » et de le distinguer, de manière absolue, d'un actionnaire simplement « actif ». La remise en cause ou la contestation de la gouvernance, de la stratégie ou de la performance d'un émetteur relève du droit de critique dont dispose tout actionnaire.

En raison de l'hétérogénéité des pratiques activistes et de la difficulté de circonscrire la spécificité de l'actionnaire activiste, l'AMF partage par conséquent le constat de certains des travaux précités, selon lequel une définition légale de l'« *activisme* » ou d'un « *activiste* » ne serait pas opportune et serait en tout état de cause peu opératoire, étant donné les problèmes de qualification juridique qu'une telle définition ne manquerait pas de soulever. Il s'ensuit que l'AMF n'est pas favorable à la mise en place d'un régime juridique spécifique aux actionnaires activistes.

1. Transparence sur la montée au capital et connaissance de l'actionariat

Le thème de la transparence sur la montée au capital des actionnaires activistes figure dans les différents rapports de Place précités. A cet égard, certains ont proposé l'**ajout d'un seuil légal de déclaration de franchissement à 3 %** du capital ou des droits de vote.

En fait, la France est le seul « grand » pays à s'être limité au seuil de 5 % prévu par la directive européenne ; des seuils à 1, 2 ou 3 % ont en effet été introduits dans de nombreux pays européens⁸, notamment l'Allemagne, l'Espagne, les Pays-Bas, le Royaume-Uni ou l'Italie avec, dans ce dernier cas, une dimension spécifique introduite dans le cadre de la crise liée au Covid-19 afin de pouvoir suivre l'évolution de l'actionariat en cette période de chute brutale des cours de bourse.

Seuil(s) de déclaration de franchissement en Europe	
Pays	seuil(s)
Autriche	3% des droits de vote si les statuts l'ont prévu et si le seuil a été notifié à la FMA (il devient alors le seuil légal ou, par défaut, 4%, 5%, 10%...)
Irlande	3% des droits de vote pour les émetteurs Irlandais, puis 4%, 5%...
Allemagne	3 % des droits de vote pour les droits détenus directement et 5 % si on prend en compte les instruments financiers assimilés.
Pays-Bas	3% du capital ou des droits de vote
Italie	3% de détention effective des droits de vote hors PME, 5% autrement avec une flexibilité donnée à la CONSOB de le réduire pour les sociétés non contrôlées de capitalisation élevée ; ce dernier critère a été levé de façon temporaire le 10 avril et actuellement les seuils sont de 1% pour 104 sociétés et de 3% pour les autres avec une déclaration d'intention à effectuer au seuil de 5% (au lieu de 10%)
Espagne	3% des droits de vote
Royaume-Uni	3% des droits de vote pour les émetteurs du RU, 5% autrement
Portugal	2% des droits de vote pour les sociétés de droit portugais

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

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

Au-delà de l'instauration éventuelle d'un seuil légal supplémentaire, il pourrait être envisagé d'enrichir le contenu des déclarations de franchissement de seuil, en y intégrant une information complémentaire à la charge des déclarants concernant leur détention d'instruments financiers à composante optionnelle à des fins de couverture (par exemple, options de vente (« put ») ou options d'achat (« call »)).

⁸ Pour une présentation des différents seuils en vigueur dans les Etats membres de l'Union européenne, V. not. ESMA, *Practical Guide- National Rules on notifications of major holdings under the Transparency Directive*, 31 juillet 2019.

Les débats sur la transparence portent également sur le régime des franchissements de seuils statutaires. A cet égard, l'AMF considère que la liberté contractuelle devrait rester l'essence de ce régime, les émetteurs devant pouvoir choisir d'introduire de tels seuils et de déterminer leur niveau. Pour autant, il apparaît opportun de prévoir un **mode de calcul uniforme en matière de franchissements de seuils statutaires, prenant en compte les cas d'assimilation prévus à l'article L. 233-9 du code de commerce.** En outre, les **sanctions civiles** applicables en cas de franchissements de seuils statutaires non déclarés, lesquelles font l'objet de débats doctrinaux, **nécessitent une clarification**⁹. Enfin, dans l'intérêt de la transparence et de la bonne information du marché, il apparaît opportun de prévoir, à tout le moins pour les émetteurs dont les actions sont admises aux négociations sur un marché réglementé, que ceux-ci **rendent publiques**, sur leur site Internet, les déclarations de franchissement de seuils statutaires qui leur sont adressées. La charge pèserait principalement sur les investisseurs qui auraient une obligation légale de déclarer à l'émetteur tout franchissement de seuil statutaire, à charge pour l'émetteur concerné de rendre publique, sur son site Internet, toute déclaration reçue de ces derniers. A ce titre, une sanction administrative pourrait être prévue en cas de non-respect, par l'investisseur ou l'émetteur, de ses obligations.

Enfin, l'AMF considère qu'il serait utile, comme l'a préconisé un rapport, d'« *encourager l'innovation privée – initiatives de place, développement de solutions technologiques, etc. – destinée à permettre in fine à toute société cotée de connaître simplement, rapidement et à faible coût la composition de son actionariat* »¹⁰, en complément des dispositions légales et réglementaires récentes qui sont de nature à renforcer l'efficacité de la procédure des titres au porteur identifiables¹¹.

2. Egalité des armes et dialogue actionnarial

L'existence d'un dialogue transparent, régulier et ouvert entre un émetteur et ses actionnaires constitue assurément l'une des clés pour prévenir les excès des campagnes activistes et, le cas échéant, réduire leur effet potentiellement déstabilisateur. L'AMF relève que de nombreux émetteurs attachent d'ores et déjà une place importante à ce dialogue et y consacrent des moyens parfois significatifs.

A cet égard, une clarification des principes et des règles susceptibles d'encadrer un tel dialogue est préconisée par certains des rapports précités¹². A cette fin, **l'AMF complètera son « Guide de l'information permanente et de la gestion de l'information privilégiée », afin d'y ajouter des développements et recommandations sur le dialogue actionnarial**¹³.

Parallèlement, le **développement de plateformes de dialogue actionnarial** de la part des émetteurs, lequel est préconisé par un rapport¹⁴, apparaît judicieux, en ce qu'il est susceptible de favoriser un tel dialogue, mais également de rendre celui-ci plus inclusif, en permettant notamment une participation effective d'actionnaires minoritaires non institutionnels à ce processus.

⁹ V. not. Recommandation n° 2 du Rapport Europlace et recommandation n° 6 du Rapport de l'AFEP.

¹⁰ Recommandation n° 4 du Rapport Woerth.

¹¹ Article 198 de la loi n° 2019-486 du 22 mai 2019 relative à la croissance et la transformation des entreprises (dite « loi Pacte ») et article 3 du décret n° 2019-1235 du 27 novembre 2019.

¹² V. not. Recommandation n° 13 du Rapport Woerth et Recommandation n° 7 du Rapport du Club des Juristes.

¹³ Il est rappelé, à ce sujet, que l'AMF a réalisé une « *étude sur le dialogue actionnarial* » dans son dernier rapport, publié en décembre 2019, sur le gouvernement d'entreprise et la rémunération des dirigeants des sociétés cotées (AMF, *Rapport 2019 sur le gouvernement d'entreprise et la rémunération des dirigeants des sociétés cotées*, 3 décembre 2019, p. 28 et suiv.).

¹⁴ Recommandation n° 6 du Rapport du Club des Juristes.

Dans les cas où une campagne activiste est initiée, il importe que le débat, éventuellement public, entre émetteurs et investisseurs activistes puisse être mené sans que l'émetteur visé ne soit privé de la possibilité de répondre. A ce titre, si la position-recommandation n° 2016-08 de l'AMF¹⁵ n'a jamais eu pour objet d'interdire à un émetteur de communiquer - en **période de silence (« quiet period »)** - en réponse aux éventuelles critiques d'un investisseur, il ressort des récents rapports publics sur l'activisme qu'une clarification en ce sens de la position-recommandation précitée pourrait être opportune. Par conséquent, **l'AMF amendera sa doctrine afin de préciser que, sous réserve notamment de la réglementation relative aux abus de marché, les émetteurs peuvent apporter toute information nécessaire au marché, même en cours de « quiet period », en réponse à des déclarations publiques les concernant.**

Dans le but de favoriser le caractère loyal et équitable du débat entre émetteurs et investisseurs activistes, l'AMF complètera également sa doctrine en **recommandant à tout actionnaire qui initie une campagne publique de communiquer sans délai à l'émetteur concerné les informations substantielles (type « white paper ») qu'il adresse aux autres actionnaires.** Une telle pratique permettra à l'émetteur concerné de répondre, de façon circonstanciée, aux déclarations publiques dont il fait l'objet, contribuant ainsi à la bonne information du marché.

Les campagnes activistes posent enfin la question de l'applicabilité du **régime des recommandations d'investissement**¹⁶ aux déclarations publiques des investisseurs activistes. Compte tenu des difficultés pouvant résulter de l'appréciation du champ d'application du règlement délégué n°2016/958, **l'AMF effectuera une démarche auprès de l'ESMA et de la Commission européenne afin de solliciter des précisions interprétatives**¹⁷ **concernant le champ d'application de ce règlement**, notamment dans son application potentielle aux actionnaires et comportements dits « activistes ». **L'AMF sollicitera également l'ESMA et la Commission européenne en leur demandant des précisions quant à l'étendue des informations sur les conflits d'intérêts** devant être fournies par l'auteur d'une recommandation d'investissement. L'AMF a, en effet, pu constater, en pratique, que ces informations sont souvent génériques et/ou lacunaires, alors même qu'elles ont pour objet d'informer utilement le marché, notamment quant aux positions détenues par ces auteurs.

3. Vente à découvert et encadrement des prêts de titres

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

A ce sujet, l'AMF rappelle que le règlement (UE) n° 236/2012 a largement uniformisé, au niveau européen, les règles et pratiques en matière de ventes à découvert¹⁸. En outre, les données à la disposition de l'AMF montrent que les campagnes activistes fondées sur des ventes à découvert massives sont très rares. Enfin, le cadre existant permet déjà au régulateur de réagir en cas de

¹⁵ Position-recommandation, Guide de l'information permanente et de la gestion de l'information privilégiée, DOC-2016-08.

¹⁶ Pour rappel, la réglementation applicable aux recommandations d'investissement a été renforcée par le Règlement sur les abus de marché (Règlement (UE) n° 596/2014 du 16 avril 2014 et son Règlement délégué n° 2016/958 du 9 mars 2016). Notamment, les intérêts et conflits d'intérêts doivent être communiqués par tout émetteur de recommandation et, dès lors qu'il détient une position nette courte ou longue de 0,5 % ou plus du capital de la société objet de la recommandation, cette position doit être mentionnée. Les recommandations d'investissement doivent aussi respecter un cadre réglementaire strict visant à garantir que les sources soient citées et que l'information soit présentée de façon objective.

¹⁷ Dans le cadre du « Q&A on the Market Abuse Regulation (MAR) » de l'ESMA.

¹⁸ Règlement (UE) n° 236/2012 du Parlement européen et du Conseil du 14 mars 2012 sur la vente à découvert et certains aspects des contrats d'échange sur risque de crédit.

circonstances exceptionnelles et de fonctionnement anormal du marché¹⁹. Il s'ensuit qu'il ne paraît pas opportun, en l'état, de préconiser une modification en profondeur de la réglementation applicable en ce domaine.

Toutefois, afin d'assurer une meilleure transparence sur l'exposition économique des investisseurs, l'AMF considère qu'il serait souhaitable de compléter la déclaration des positions courtes nettes sur actions, lorsque celle-ci est exigée²⁰, par une **information sur les instruments de dette**, et plus particulièrement les obligations et CDS²¹ détenus concomitamment par l'investisseur. En outre, il conviendrait que ces déclarations **comportent également le « LEI »**²² du déclarant, afin d'assurer une identification plus précise des auteurs de déclarations. L'AMF soutiendra, en conséquence, de telles propositions au niveau européen.

S'agissant des prêts de titres, l'AMF constate que le recours à une telle pratique par les actionnaires activistes en vue de déstabiliser les assemblées générales d'émetteurs français est marginale. Cependant, l'AMF entend rappeler, dans le cadre d'une recommandation, la **bonne pratique que constitue pour les gérants de fonds, le rapatriement des titres prêtés**²³ et l'exercice effectif de leur droit de vote.

Enfin, l'AMF estime utile le développement de toute initiative privée visant à l'émergence d'une place de marché centralisée de prêt-emprunt de titres, ainsi que le proposent certains rapports précités²⁴.

4. Célérité des procédures et rôle de l'AMF et de l'ESMA

Si le temps des marchés n'est pas celui des enquêtes, il importe que le régulateur puisse apporter des réponses, y compris répressives, rapides et adaptées, lorsque les circonstances l'exigent.

L'AMF a en moyenne une cinquantaine d'enquêtes et une cinquantaine de contrôles en cours. Il est de bonne régulation et de bonne justice de les conduire le plus rapidement possible. A cet égard, l'AMF réaffirme sa **détermination de réduire la durée des enquêtes et de l'instruction des dossiers répressifs**, pour la partie qui relève du régulateur.

¹⁹ Le Règlement (UE) n° 236/2012 prévoit notamment trois cas d'intervention des autorités compétentes :

- possibilité pour l'autorité nationale de restreindre très temporairement les ventes à découvert d'un instrument financier sur une plateforme lorsqu'une baisse significative (plus de 10 % pour une action liquide) est enregistrée sur une plate-forme afin « d'éviter une chute incontrôlée du prix de l'instrument financier » (article 23 du Règlement) ; l'AMF l'a actionnée le mardi 17 mars 2020 ;
- possibilité pour l'autorité nationale de renforcer les exigences de transparence (frais exigés par les prêteurs de titres) ou d'imposer des restrictions temporaires mais dont la durée n'est pas strictement limitée par la réglementation, allant jusqu'à l'interdiction, lorsque la stabilité financière ou la confiance des marchés dans un Etat est menacée (article 20 du Règlement) ; disposition difficile à utiliser pour une valeur faisant l'objet d'une pression activiste, mais l'AMF y a eu recours dans le cadre de la crise du Covid-19 afin de ne pas ajouter à la baisse des cours la pression des vendeurs à découvert.
- possibilité pour l'AEMF/ESMA d'utiliser les dispositions précédentes au niveau de l'Union (article 28 du Règlement), ce qu'elle a fait dans le cadre de la crise du Covid-19, mais uniquement en abaissant de 0,2 % à 0,1 % le seuil de déclaration aux autorités nationales.

²⁰ Le Règlement (UE) n° 236/2012 prévoit un régime de déclaration des positions courtes nettes sur actions, avec (i) une déclaration à l'autorité compétente dès qu'on franchit le seuil de 0,2 % du capital émis de l'entreprise et par palier de 0,1 % au-delà et (ii) une publication dès qu'on franchit le seuil de 0,5 % émis puis par palier de 0,1 %.

²¹ Dans le cas d'émetteurs présentant une situation d'endettement délicate, on observe en effet une corrélation négative très nette entre le cours de l'action et la prime de CDS.

²² Le « LEI » (*Legal entity identifier*) est un dispositif d'identifiant unique des intervenants sur les marchés financiers.

²³ Comme l'a relevé Robert Ophèle dans sa contribution, cette recommandation figure dans le rapport de l'AMF de 2005 sur l'exercice des droits de vote (Rapport Mansion) et est largement reprise dans le code de déontologie de l'AFG ; la SEC l'a également rappelé en 2014 : « *if fund management has knowledge of a material vote with respect to the loaned securities, fund directors should recall the loan in time to vote the proxies* ». R. Ophèle, *Contribution de Robert Ophèle aux réflexions sur l'activisme en bourse*, 11 juillet 2019.

²⁴ Recommandation n° 9 du Rapport Woerth et recommandation n° 7 du Rapport Europlace.

Sensiblement plus rapide que la procédure de sanction, la **procédure de composition administrative peut être un outil pertinent pour intervenir avec célérité face aux manquements (en ce compris les abus de marché) qui peuvent être commis par des investisseurs activistes**. Cependant, l'AMF prend acte de l'arrêt du Conseil d'Etat du 20 mars 2020 qui remet en cause le recours à la procédure de composition administrative, tant du point de vue du Collège de l'AMF que du point de vue de la personne physique ou morale concernée.

S'agissant de l'instauration d'une « procédure de référé au sein de l'AMF » préconisée par certains rapports, l'AMF considère qu'elle n'est pas adaptée dans la majorité des situations faisant intervenir des investisseurs activistes. Les investisseurs activistes sont, pour l'essentiel, des acteurs sophistiqués. L'expérience montre que leurs éventuels manquements à la réglementation sont rarement, sinon jamais, suffisamment « évidents » pour permettre à un juge des référés de trancher, même à titre conservatoire, en seulement quelques jours, sur la base d'informations publiques. Cependant, dans les cas où l'information des investisseurs et le bon fonctionnement des marchés impliqueraient une intervention rapide du régulateur, l'AMF pourra se prononcer, à bref délai, en cas de **contestation sur l'applicabilité**, à une déclaration publique, de la réglementation relative aux **recommandations d'investissement**. Dans une telle situation, **l'AMF, saisie par une personne ayant un intérêt légitime, pourra ainsi donner, en urgence, son avis sur l'applicabilité du règlement délégué n°2016/958 à des déclarations publiques** et, le cas échéant, enjoindre à l'investisseur concerné de respecter ladite réglementation.

Plus généralement, l'AMF préconise trois réformes qui permettraient de renforcer l'efficacité de son action répressive, notamment dans le cadre de situations activistes.

Tout d'abord, l'AMF préconise d'amender l'article L. 621-14 du code monétaire et financier afin de doter le régulateur d'un **pouvoir d'astreinte en matière d'injonction administrative**, lequel n'est actuellement possible qu'en cas d'injonction judiciaire demandée par l'AMF. L'octroi d'un tel pouvoir aura l'avantage de rendre plus dissuasives et coercitives les injonctions administratives de l'AMF.

En outre, comme il a été proposé²⁵, le champ d'application de l'article L. 621-18 du code monétaire et financier – qui vise aujourd'hui les seuls émetteurs – pourrait être utilement élargi, afin de **permettre à l'AMF d'ordonner à tout investisseur ayant une exposition économique sur les titres d'un émetteur coté de procéder à des publications rectificatives ou complémentaires** dans le cas où des inexactitudes ou des omissions auraient été relevées dans ses déclarations publiques. A défaut, l'AMF pourrait procéder elle-même à de telles publications. Il s'agit de permettre à l'AMF de pouvoir agir rapidement, en particulier en cas de publication d'informations manifestement fausses ou trompeuses sur un émetteur.

En troisième lieu, l'AMF propose d'amender l'article 231-36 de son règlement général applicable en **période d'offre publique**, afin d'étendre aux actionnaires (ainsi qu'à leurs représentants ou mandataires) de l'initiateur ou de la société visée les obligations prévues par cette disposition, en particulier une obligation de **vigilance particulière dans les déclarations**. L'expérience montre, en effet, que les actionnaires, notamment activistes, peuvent exercer un rôle significatif sur le déroulement des offres publiques, de sorte qu'il paraît judicieux de soumettre leur communication, dans ce contexte précis, à une même obligation de vigilance que « *les personnes concernées par l'offre* » au sens du règlement général de l'AMF.

²⁵ Recommandation n° 9 du Rapport du Club des Juristes.

Enfin, reprenant à son compte la préconisation d'un rapport suggérant de clarifier le régime de l'action de concert dans un contexte activiste²⁶, l'AMF initiera une démarche auprès de l'ESMA afin de demander que soient définis, sur le modèle de la liste blanche publiée en matière d'action de concert, les comportements activistes qui ne sont pas en eux-mêmes susceptibles d'être présumés comme caractérisant une **action de concert**.

²⁶ Recommandation n° 10 du Rapport du Club des Juristes