

A large, dark blue rectangular frame with rounded corners, partially open on the right side, enclosing the text.

# Activisme actionnarial



Décembre 2019

## SOMMAIRE

<b>Introduction</b> .....	p.3
❖ Essai de définition de l'activisme actionnarial .....	p.3
❖ Montée en puissance des activistes en Europe .....	p.5
<b>I. Les fonds activistes et leurs modes opératoires</b> .....	p.6
<b>II. Quelles sont les bonnes pratiques de défense ?</b> .....	p.7
A. Anticiper en période de croisière .....	p.7
B. Être prêt à réagir en cas d'entrée dans le capital d'un fonds activiste .....	p.8
<b>III. Les modifications du cadre législatif et/ou réglementaire qui pourraient être envisagées</b> .....	p.9
A. Les propositions visant les fonds activistes .....	p.9
A.1. Agir sur l'asymétrie des règles de communication financière .....	p.9
A.2. Sanctionner les comportements abusifs .....	p.11
A.3. Améliorer la lisibilité des déclarations de franchissement de seuil quand elles résultent de la mise en place d'instruments dérivés .....	p.11
A.4. Permettre aux statuts de prévoir une suspension automatique des droits de vote en cas de non-respect des franchissements de seuils statutaires (article L.233-14) .....	p.12
B. Les propositions d'encadrement des intervenants à découvert .....	p.12
C. Les positions complémentaires qui peuvent être envisagées .....	p.13
D. Les propositions écartées .....	p.14

## INTRODUCTION

Le rapport de l'Afep sur l'activisme actionnarial vise à **déterminer les actions éventuelles à mener pour lutter contre** les effets négatifs d'un certain activisme actionnarial « court-termiste ».

### *Essai de définition de l'activisme actionnarial*

L'activisme actionnarial n'est pas forcément négatif : tout actionnaire responsable doit pouvoir utiliser ses droits d'actionnaire et faire valoir ses opinions. Il amène parfois à des discussions fructueuses et des terrains d'entente sont possibles. Les actionnaires peuvent ainsi avoir un rôle positif en critiquant les conseils et le management. Dès lors, il est très difficile de donner une définition de l'activisme actionnarial car la ligne n'est pas facile à tracer pour déterminer si un comportement est légitime et à partir de quand il devient préjudiciable.

Le critère du « court terme » est important car un actionnaire ayant un objectif court terme sera plus enclin à utiliser des méthodes agressives et critiquables pour obtenir des résultats. Cependant, ce critère n'apparaît pas suffisant pour caractériser un comportement abusif.

Il pourrait être fait référence à la **notion d'abus de droit**, dès lors que l'activiste n'agirait pas dans l'intérêt social de l'entreprise mais **dans son intérêt individuel**. En l'absence d'une obligation pour un actionnaire d'agir dans l'intérêt social, cette notion ne permettra pas de caractériser le comportement des activistes (étant en outre précisé que la plupart des fonds activistes s'attachent à respecter la légalité).

En réalité, plus **qu'une stratégie d'investissement dans une classe d'actifs, c'est son comportement qui caractérise l'activiste** : le fonds activiste a, la plupart du temps, une vision court terme et des méthodes agressives, son objectif étant essentiellement de réaliser des profits aux dépens de la création de valeur sur le long terme. D'une manière générale, il s'intéresse peu aux conséquences de ses actions sur la société et sur les autres acteurs de la vie de l'entreprise au-delà de son horizon de détention. Contrairement à l'actionnaire actif qui restera dans le cadre de relations normales et respectera la gouvernance établie de l'entreprise, l'activiste est susceptible de contester la gouvernance et la stratégie à la fois par une déstabilisation personnelle des membres du management ou du conseil d'administration et/ou une campagne médiatique à l'encontre de l'entreprise. Son mode opératoire consiste à laisser très peu de temps pour répondre à des attaques préparées longtemps à l'avance tout en utilisant l'arme de la communication publique.

En pratique, les menées d'un fonds activiste se définissent par un faisceau d'indices :

- **une prise de participation minoritaire** ;
- **une remise en cause de la gouvernance** de l'entreprise (composition du CA et/ou du comité exécutif) et/ou **de sa stratégie** (cessions d'actifs) et/ou **de sa performance économique** ;
- dans **un objectif de profit à court terme**.

**La prise de participation minoritaire** : les fonds activistes bâtissent des positions d'un jour à l'autre, en utilisant le cas échéant des instruments dérivés. Ils votent rarement : en conséquence, supprimer les droits de vote a peu de portée.

**La déstabilisation de la gouvernance** consiste à requérir un changement de la gouvernance (critiques sur la qualité des dirigeants, sur l'indépendance des membres du conseil, sur l'internationalisation insuffisante des dirigeants...). Elle s'opère notamment par les moyens suivants : campagne médiatique de dénigrement des administrateurs ou du management ; contentieux destinés à faire démissionner ou récuser certains administrateurs ; manipulation des recommandations des *proxy advisors* pour influencer sur les autres actionnaires.

La **remise en cause de la performance économique** sera généralement fondée sur une demande de tailler dans les frais de structure en réduisant des dépenses jugées inappropriées. Elle peut conduire à agir sur l'allocation du capital : exiger des rachats d'actions massifs, le versement de dividendes...

La **remise en cause de la stratégie** conduira généralement à des demandes de cessions d'actifs moins rentables ou non stratégiques, allant jusqu'au démembrement complet de l'entreprise, et/ou de rapprochement/fusion avec d'autres entreprises, afin de générer des plus-values rapides ou au contraire s'opposer à la mise en œuvre d'une opération de M&A structurante. Elle peut consister à intervenir également dans des offres publiques afin de faire augmenter ou baisser le prix de l'offre.

Indépendamment de ces fonds, il existe d'autres types d'acteurs **qui interviennent à découvert** en faisant pression sur les cours. Ces fonds utilisent des **méthodes spéculatives** (ventes à découvert) couplées avec des opérations massives de prêt-emprunt de titres. Ces opérations ont pour objectif de faire baisser le cours de bourse et provoquent une volatilité importante qui paralyse les opérations sur le capital et détruit de l'épargne<sup>1</sup>.

---

<sup>1</sup> L'AMF, dans un communiqué publié le 4 septembre 2018, a rappelé les règles du jeu et le président de l'AMF a rappelé, lors de ses vœux 2019 à la Place, qu'une attention particulière serait portée sur ce sujet.

## ***Montée en puissance des activistes en Europe***

2018 a été une année record pour les campagnes activistes : 247 campagnes lancées dans le monde (contre 212 en 2017) dont 58 campagnes en Europe. Dans le monde, 226 sociétés ont été visées en 2018 et le montant des fonds investis s'est élevé à 65 milliards de dollars<sup>2</sup>.

Les investisseurs institutionnels apportent de plus en plus leur soutien aux activistes et les tailles des cibles se sont accrues. Aucune société n'est à l'abri d'une intrusion activiste même si elle est contrôlée par des entités publiques.

On assiste également à un accroissement de la **gestion passive** : lorsque ces institutionnels souhaitent infléchir la gouvernance ou la stratégie des sociétés dans lesquelles ils ont investi, ils sont susceptibles de le faire indirectement en soutenant des fonds activistes. Ainsi, il peut exister un alignement des demandes de l'activiste et des intérêts de ces actionnaires.

Il faut s'attendre à une montée en régime des investissements et acquisitions de sociétés en Europe et en France. En effet, la réforme fiscale du président Trump ouvre la voie au rapatriement de plus de 3 000 milliards de dollars logés dans les filiales des groupes américains.

---

<sup>2</sup> « 2018 Review of Shareholder Activism », Lazard (January 2019).

## I - LES FONDS ACTIVISTES ET LEURS MODES OPERATOIRES

---

Les fonds activistes sont très professionnels, bien conseillés, y compris d'un point de vue juridique et extrêmement bien informés. Avant d'entrer au capital, ils réalisent un travail préparatoire fouillé et n'hésitent pas à interroger les différentes parties prenantes de l'entreprise (clients, fournisseurs, actionnaires, salariés...). Leurs méthodes d'enquête peuvent emprunter des mécanismes de renseignement économique.

Ils font appel à des agences de communication et à des *proxys sollicitors* pour rallier le soutien d'autres actionnaires et peuvent mener d'intenses campagnes de presse. Ils créent des sites internet et utilisent les réseaux sociaux (ex : twitter).

Ils prennent une participation, parfois significative, dans une cible cotée sans chercher à en prendre le contrôle.

Ils peuvent utiliser des lanceurs d'alerte.

Ils demandent souvent la nomination d'administrateurs.

Dans certains cas, l'activiste interagit avec la société de manière confidentielle et ne communique sa thèse publiquement que s'il n'obtient pas satisfaction. Dans d'autres situations, l'activiste prépare un document (*White Paper*) qu'il rend public rapidement et engage une bataille de communication.

## II - QUELLES SONT LES BONNES PRATIQUES DE DEFENSE ?

---

La meilleure défense est de faire en sorte que l'activiste ne souhaite pas entrer au capital et d'identifier en amont les angles d'attaque potentiels (gouvernance, valorisation). En effet, lorsqu'un activiste a pris une participation dans une société, il est trop tard pour échapper à la perturbation sur la vie sociale qu'occasionne l'entrée au capital d'un activiste. Ainsi, si la performance de la société reste le meilleur moyen de défense, il faut aussi savoir anticiper en période de croisière (A), pour être prêt à réagir en cas d'arrivée brutale d'un fonds activiste (B).

### A - Anticiper en période de croisière

Il convient pour cela :

- **d'identifier ses actionnaires** (pour ce faire, il est de bonne pratique de faire un TPI au moins deux fois par an, ce qui permet de suivre les entrées et les sorties) et d'analyser la géographie du capital pour identifier les éventuelles zones de fragilité ;
- de veiller à mettre en place **des seuils statutaires bas** (couvrant également les prises de participation via les produits dérivés) avec les sanctions prévues à l'article L.233-14 du code de commerce (privation des droits de vote qui auraient dû faire l'objet d'une déclaration pendant deux ans à compter de la régularisation du franchissement de seuil). En effet, la violation des seuils statutaires ne peut entraîner la privation des droits de vote sur demande d'actionnaires que si cette sanction est expressément prévue par les statuts<sup>3</sup>. Il convient toutefois de noter que les agences de conseil en vote, en particulier ISS, recommandent de voter contre les seuils statutaires bas (1 % n'est pas acceptable pour ISS) ainsi que les délais de notification inférieurs au délai légal ;
- de **connaître et comprendre ses actionnaires**, ce qui suppose de dialoguer régulièrement avec les personnes gérant les participations et non uniquement en période de crise lorsque leur soutien est nécessaire ; en fonction de la situation, il peut être intéressant de lancer une étude de perception plus globale (par ex. avant la communication d'une nouvelle stratégie / d'un changement de management ou s'il y a une déconnexion entre le cours cible des analystes et le cours de bourse, signalant une défiance du marché) ;
- d'informer le conseil d'administration régulièrement des principaux retours des investisseurs ;
- d'essayer de bâtir des relations de confiance avec des journalistes ;
- d'être transparent sur la stratégie de long terme et clair sur les objectifs (en fonction des situations, organiser un *Capital Market Day* pour exposer la stratégie) ;

---

<sup>3</sup> Selon l'article L.233-7 (VI) du code de commerce, l'actionnaire défaillant peut, pendant deux ans à compter de la régularisation de la notification, être privé du droit de vote si les deux conditions suivantes sont remplies :

- les statuts doivent avoir expressément prévu la possibilité de mise en œuvre de cette sanction ;
- la sanction doit avoir fait l'objet d'une demande, consignée dans le PV de l'AG, d'un ou de plusieurs actionnaires détenant une fraction du capital ou des droits de vote au moins égale à la plus petite fraction du capital (ou des droits de vote) dont la détention doit être déclarée, sans que cette fraction puisse être supérieure à 5 %.

- de s’interroger sur l’opportunité de compléter les *road shows* financiers par des **road shows de gouvernance** et de désigner un ou plusieurs administrateurs plus particulièrement en charge des relations avec les actionnaires ;
- de s’interroger régulièrement sur les angles d’attaque possibles sur les 3 grands thèmes : **gouvernance, stratégie / M&A, allocation du capital**. Ceci permet d’anticiper la publication par l’activiste de son *White Paper* qui va lui servir à critiquer la stratégie, la performance de la société et des dirigeants, la gouvernance... ce qui suppose de faire une analyse des forces et des faiblesses de l’entreprise et d’imaginer différents scénarii. A partir des sujets identifiés, avoir un argumentaire en réponse prêt. Si nécessaire, modifier la gouvernance (ex : nomination d’un administrateur référent) ;
- de réfléchir à la mise en place d’une cellule de crise (nécessairement restreinte pour être efficace) en cas de montée au capital d’un fonds ;
- de préparer un vade-mecum qui doit être précis sur les contacts à prendre de manière urgente (AMF, autorité de régulation, ministères dont on dépend...) avec une répartition des tâches pour plus d’efficacité ;
- d’être vigilant sur la cybersécurité ;
- de réfléchir aux mécanismes de fidélisation des actionnaires (actions à droits de vote double, dividendes majorés, actionnariat salarié...).

## **B - Etre prêt à réagir en cas d’entrée dans le capital d’un fonds activiste**

Il convient au préalable de se poser notamment les questions suivantes :

- Faut-il dialoguer avec le fonds ? Dans l’affirmative, comment et quel est le bon interlocuteur au sein du fonds ? Quel est le bon interlocuteur au sein de la société ou de ses conseils ?
- Comment interagir avec les parties prenantes ? Comment préparer l’assemblée générale (notamment les situations de *proxy fight*) ?
- Comment occuper le terrain médiatique ? Faut-il parler uniquement de la société et de ses performances ou critiquer le camp d’en face ?

Plus concrètement, il convient notamment :

- de suivre attentivement les déclarations de franchissement de seuils et les déclarations publiques faites par l’activiste (y compris du point de vue de leur régularité) ;
- d’avoir une trame de communiqué de presse qui puisse être publié très rapidement ;
- d’avoir un *paper board* sur la stratégie court terme/long terme ;
- une fois le *White Paper* publié, de mettre en ligne sur le site de la société des réponses aux arguments déployés par l’assaillant ;
- d’éviter au sein de l’entreprise les échanges par mails ou le faire via une plateforme collective sécurisée comme pour les conseils ;
- de relever et faire corriger la moindre approximation financière, technique ou juridique concernant la société ;
- de veiller à ne pas transmettre d’informations privilégiées au fonds ;
- de surveiller les actions coordonnées et leurs implications éventuelles (action de concert déclenchant des obligations de déclarations / offre publique obligatoire).

### III - LES MODIFICATIONS DU CADRE LEGISLATIF ET/OU REGLEMENTAIRE QUI POURRAIENT ETRE ENVISAGEES

---

#### A - Les propositions visant les fonds activistes

Il a été indiqué ci-dessus que **l'actionnaire activiste** pouvait être défini au moyen d'un faisceau d'indices :

- une prise de participation minoritaire ;
- une remise en cause de la gouvernance de l'entreprise (composition du CA et/ou du comité exécutif) et/ou de sa stratégie (cession d'actifs) et/ou de sa performance économique ;
- un objectif de profit avec le plus souvent un horizon court terme.

S'agissant de l'encadrement de leurs activités, le premier mot d'ordre est la prudence car il faut veiller à ce que les mesures qui pourraient être envisagées pour encadrer le comportement de quelques acteurs ne portent pas atteinte à la compétitivité de la place de Paris (plus de 40 % du capital des sociétés du CAC 40 sont détenus par des investisseurs institutionnels étrangers et les gestionnaires d'actifs représentent 25 % du capital du CAC 40). Sans pour autant décourager les investisseurs, ces propositions doivent permettre de cibler deux types de comportements qui apparaissent particulièrement répréhensibles : ceux visant à déstabiliser le management au moyen d'une communication déséquilibrée ou, pour masquer leurs agissements, ceux visant à contourner les règles sur les obligations déclaratives.

#### A.1 - Agir sur l'asymétrie des règles de communication financière

Une première mesure pourrait consister à agir sur **l'asymétrie concernant les règles de communication financière** qui ne s'appliquent pas aux activistes. En effet, la communication des activistes est systématiquement à charge. Elle se révèle parfois inattendue et peut intervenir à des moments déstabilisants pour la société. Elle émane d'entités dont on ne connaît ni le management, ni les objectifs, ni la détention, ce qui ne permet pas de détecter de potentiels conflits d'intérêts. Bien souvent, il n'y a pas d'échanges et la société cible a uniquement accès aux chiffres qui soutiennent la thèse de l'activiste au cours d'une réunion, sans remise de documents et sans possibilité de vérifier l'exactitude et l'origine des chiffres avancés.

Afin de rétablir un *level playing field*, il est proposé d'imposer aux actionnaires préparant le lancement d'une campagne auprès d'investisseurs en vue d'influer sur leur stratégie d'investissement ou leur vote ou la publication d'un *White Paper*, de **déclarer au préalable à la société concernée leur qualité d'actionnaire activiste**.

Cette déclaration serait accompagnée par la publication proactive des positions que l'actionnaire activiste détient au comptant ou par l'intermédiaire d'instruments dérivés quel que soit le mode de dénouement de ces dérivés, sur tous les titres de capital ou donnant accès au capital de la société, y compris toute opération de couverture liée à ces positions.

Cette déclaration conduirait au respect d'un certain nombre d'obligations complémentaires consistant à :

- informer la société de toute évolution de sa position à la hausse ou à la baisse dès lors qu'elle dépasse 1 % pour permettre de mesurer son exposition à la société visée ;
- faire preuve de transparence vis-à-vis de la société quant aux informations que l'activiste divulgue aux autres actionnaires ou publiquement en application du principe d'égalité de traitement et d'information ;
- informer les autres actionnaires du fait qu'il s'est déclaré auprès de la société visée en tant qu'actionnaire activiste avant d'engager tout dialogue avec ces derniers ;
- s'abstenir de communiquer publiquement pendant les périodes de silence (*quiet period*) ;
- s'abstenir de communiquer publiquement sur tout sujet qui n'aurait pas fait l'objet d'un dialogue préalable avec la société. La société bénéficierait ainsi d'un temps de réponse, ce qui favoriserait un débat apaisé où chacun pourrait mettre en avant des arguments construits.

La communication publique de l'actionnaire activiste devrait être également soumise à des principes inspirés du Règlement délégué<sup>4</sup> de la Commission de 2016 sur les modalités techniques de présentation objective de recommandations d'investissement :

- la divulgation de l'identité de l'activiste et de certaines informations relatives aux personnes responsables au sein de celui-ci ;
- la communication devrait être présentée de manière claire et précise et d'une manière qui n'induit pas en erreur les investisseurs ou le public ; en particulier, les faits devraient être clairement distingués des interprétations, estimations, opinions et autres types d'informations non factuelles et toutes les sources devraient être indiquées clairement ; les bases d'évaluation et méthodes et hypothèses sous-jacentes devraient être explicitées ;
- les intérêts ou les conflits d'intérêts de l'actionnaire, y compris ceux de toute personne avec laquelle l'actionnaire est étroitement associé, devraient être mentionnés ;
- afin de garantir la possibilité d'évaluer l'objectivité et la fiabilité des informations, toute relation ou toute circonstance dont on peut raisonnablement penser qu'elle pourrait nuire à l'objectivité des informations devrait être communiquée ;
- l'actionnaire devrait répondre à toute demande de l'AMF sur sa communication.

Il serait souhaitable que ces règles soient introduites dans le règlement de l'AMF et soient assorties de sanctions en cas de non-respect.

---

<sup>4</sup> 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.

## **A.2 - Sanctionner les comportements abusifs**

Un actionnaire activiste qui ne se serait pas déclaré à l'émetteur pourrait faire l'objet de sanctions pécuniaires prononcées par la commission des sanctions de l'AMF, dans des conditions précisées dans son règlement général.

Pour parfaire le dispositif, d'autres sanctions pourraient être envisagées telles que la privation des droits de vote en cas de non déclaration par l'actionnaire activiste de sa position ou l'interdiction de déposer des projets de résolutions pendant une période de temps à définir.

La publication de ces sanctions et de l'identité des personnes sanctionnées serait un élément clé de l'efficacité du dispositif au regard de l'enjeu de réputation, essentiel pour la crédibilité des fonds.

## **A.3 - Améliorer la lisibilité des déclarations de franchissement de seuil quand elles résultent de la mise en place d'instruments dérivés**

Il est en effet essentiel, pour un émetteur qui se trouve confronté à un actionnaire activiste, de connaître la composition précise de son actionnariat et son évolution en temps réel. Or, les déclarations de franchissements de seuils, qu'ils soient légaux et statutaires, recèlent des imperfections.

S'agissant de la mise en place de dérivés, il est fréquent qu'un investisseur qui cherche à monter rapidement au capital d'un émetteur ait recours à différentes stratégies utilisant des instruments dérivés. Un investisseur peut, à titre d'exemple, mettre en place un « *collar* » via l'achat d'une option de vente (*put*) qui est exercée si le cours baisse en dessous d'un certain seuil et la vente d'options d'achat (*call*). Les stratégies de ce type permettent à l'investisseur d'obtenir de la banque avec laquelle il contracte le *collar*, un financement avec un fort effet de levier tout en se prémunissant d'une baisse des cours. Aux bornes du *collar* (niveau d'activation du *put* et du *call*), l'investisseur est indifférent aux variations de cours et ses intérêts ne sont donc plus alignés avec ceux du marché.

Or, les règles sur le calcul des franchissements de seuils assimilent les actions empruntées et les actions sous-jacentes aux *calls* mais n'imposent pas de déclarer les *puts* ou les ventes de *calls*.

Les conséquences sont les suivantes :

- l'information présentée dans les déclarations de franchissements de seuils sur les dérivés est incomplète et difficile à lire. Dans certains cas, les dérivés mis en place feront franchir des seuils à la banque contrepartie mais pas à l'investisseur pour lequel ils ont été mis en place. Or, les déclarations des banques contreparties font apparaître leur détention cumulée, n'identifient pas chaque contrepartie et sont, de ce fait, souvent difficilement exploitables ;
- les déclarations de franchissements de seuils ne permettent pas au marché de comprendre l'ampleur de l'exposition économique réelle de l'investisseur qui a eu recours à des instruments de couverture et, par voie de conséquence, les intérêts financiers précis qui guident sa démarche.

#### **A.4 - Permettre aux statuts de prévoir une suspension automatique des droits de vote en cas de non-respect des franchissements de seuils statutaires (article L.233-14)**

Aujourd'hui, l'actionnaire défaillant peut, pendant deux ans à compter de la régularisation de la notification, être privé du droit de vote si les deux conditions suivantes sont remplies : les statuts doivent avoir expressément prévu la possibilité de mise en œuvre de cette sanction et la sanction doit avoir fait l'objet d'une demande d'un ou plusieurs actionnaires détenant une fraction du capital ou des droits de vote au moins égale à la plus petite fraction du capital dont la détention doit être déclarée, sans que cette fraction puisse être supérieure à 5 % ; le fait de prévoir une sanction dans la loi permettrait d'éviter des modifications statutaires difficiles à faire adopter en assemblée générale.

#### **B - Les propositions d'encadrement des intervenants à découvert**

La question du *short selling* doit être distinguée de l'activisme actionnarial entendu strictement. Alors que l'activiste recherche une augmentation du cours du titre pour pouvoir dégager rapidement un profit, les vendeurs à découvert, dont les pratiques pourraient être qualifiées, dans certains cas, de manipulation de cours, parient sur la chute du cours après avoir publié une information défavorable sur la société et s'investissent peu, voire pas, dans une remise en cause de la stratégie ou de la gouvernance de la société visée.

Il pourrait être imposé à l'entité, et à toute personne qui lui est liée, qui publie une analyse financière<sup>5</sup>, de dévoiler de manière proactive l'intégralité de ses positions sur le titre visé par l'analyse, la manière dont cette position a été constituée (détention effective ou emprunt...) ainsi que ses intentions. Alors qu'en vertu du règlement délégué sur les recommandations d'investissement de 2016 les personnes publiant une analyse financière doivent indiquer toute position longue ou courte nette dépassant 0,5 %, il pourrait être pertinent de durcir les règles prévues par le règlement européen sur la vente à découvert de 2012. En effet, toute position courte nette égale ou supérieure à 0,2 % du capital d'une société doit être déclarée à l'AMF. La même obligation de déclaration s'applique en cas de franchissement à la hausse ou à la baisse d'un des seuils successifs supplémentaires fixés par palier de 0,1 %. Enfin, dès lors que la position courte nette déclarée est égale ou supérieure à 0,5 % du capital, l'AMF rend publique cette information.

**Il est proposé de prévoir également une communication à l'émetteur des positions courtes nettes des seuils de 0,1 % et 0,2 % du capital.**

Par ailleurs, le vendeur à découvert devra répondre sans délai à toute demande d'explications de l'AMF. En cas de manquement à ces obligations, l'AMF pourra exercer son pouvoir de sanction.

---

<sup>5</sup> La notion d'analyse financière utilisée ici est à distinguer des recommandations d'investissement définies par le règlement Abus de marché. Il s'agit en effet de toute publication contenant des commentaires ou une appréciation sur les comptes, la situation financière, les perspectives et/ou la stratégie d'un émetteur sans pour autant recommander ou suggérer une stratégie d'investissement.

## C - Les propositions complémentaires qui peuvent être envisagées

Celles-ci visent à :

### – **Mieux encadrer les activités de prêts de titres**

Aujourd'hui, le seuil de déclaration des prêts de titres est fixé à 0,5 % mais la déclaration ne concerne que l'emprunteur et non le prêteur. Une solution pourrait consister à imposer des obligations de déclaration au prêteur, notamment quant à ses intentions relatives au prêt. Cependant, de telles déclarations seraient impraticables et la quantité de déclarations les rendrait probablement illisibles. De plus, les gérants d'actifs n'ont pas forcément conscience, via les opérations de prêts de titres, de participer à la mise en place de stratégies (telles que des ventes à découvert) qui peuvent d'ailleurs se retourner contre eux dès lors qu'elles impactent le cours à la baisse.

Dans ces conditions, il pourrait être envisagé d'imposer une déclaration au prêteur si un seuil réglementaire est franchi à la baisse en raison du prêt de titres.

Si le règlement européen sur la transparence des opérations de financement sur titres<sup>6</sup> impose l'obligation, depuis janvier 2017, aux sociétés de gestion d'OPC, de présenter dans leurs rapports semestriels et annuels une information sur les opérations de refinancement (Repo : « *Sale and Repurchase Agreement* », prêt-emprunt...), la fréquence et le contenu de ces informations ne permettent pas d'établir le lien avec des transactions réalisées par un fonds activiste et d'assurer ainsi la transparence nécessaire. A compter d'avril 2020, toutes les contreparties à une opération de refinancement devront déclarer la transaction à un référentiel central qui devra publier régulièrement et de façon facilement accessible des positions agrégées par type d'opérations de financement. Il semble important que l'AMF suive avec attention la mise en œuvre de cette obligation de déclaration afin d'évaluer notamment la qualité des informations et si le détail des informations déclarées permet d'effectuer un suivi des transactions de prêt-emprunt sur le titre d'une société visée par un fonds activiste.

### – **Inciter les investisseurs à introduire des règles de bons comportements dans leurs *stewardship codes***

Les investisseurs pourraient être incités à introduire des principes de bons comportements dans leurs *stewardship codes* (par exemple, s'assurer que l'actionnaire avec lequel ils engagent un dialogue et dont ils suspectent la qualité d'activiste a formalisé sa déclaration auprès de la société).

Une initiative en ce sens pourrait être envisagée dans le cadre du plan d'action de la Commission européenne sur la finance durable. Ce plan comprend en effet des mesures visant à favoriser la transparence et une vision de long terme et prévoit explicitement d'identifier d'éventuelles « pratiques des marchés des capitaux qui généreraient des pressions de court terme injustifiées dans l'économie réelle » afin de les atténuer. L'Afep a répondu à travers l'association EuropeanIssuers à la consultation menée par l'ESMA l'été dernier sur ce sujet, en indiquant que la montée des fonds activistes en Europe pouvait contribuer à renforcer une certaine pression court-termiste sur les entreprises cotées.

---

<sup>6</sup> Règlement (UE) 2015/2365 du Parlement européen et du Conseil du 25 novembre 2015 relatif à la transparence des opérations de refinancement sur titres et de la réutilisation.

## D - Les propositions écartées

L'Afep ne retient pas les propositions visant à abaisser le premier seuil légal à 3 % (actuellement à 5 %) ou à abaisser à 5 % le premier seuil des déclarations d'intention (actuellement à 10 %), mesures jugées trop contraignantes car pesant sur l'ensemble de la communauté des investisseurs. En revanche, il pourrait être demandé à l'AMF d'être vigilante sur la précision des intentions qui sont formulées, notamment en considérant que des menées activistes sur le capital d'une entreprise constituent une opération financière sujette à obligation d'information publique conformément à l'article L.233-7 VII du code de commerce et au règlement général de l'AMF (article 223-17).

\*

### A propos de l'Afep

Représentant 113 des plus grands groupes privés exerçant leurs activités en France, l'Afep – Association française des entreprises privées – participe au débat public avec pour ambition d'apporter des réponses pragmatiques en faveur du développement d'une économie française et européen compétitive.

En France, les entreprises membres de l'Afep contribuent pour plus de 13% au PIB, emploient 2 millions de salariés directs et versent 19% des prélèvements obligatoires pesant sur les entreprises.

### Contacts :

Odile de Brosses - [o.de.brosses@afep.com](mailto:o.de.brosses@afep.com)

Lé Quang Tran Van - [lq.tranvan@afep.com](mailto:lq.tranvan@afep.com)