

6 janvier 2020

Groupe de travail **Gouvernance actionnariale** **et pratiques de marché**

Les questions d'identification des actionnaires et des franchissements de seuil, d'identification des vendeurs à découvert et de leurs positions courtes, celles relatives aux conditions d'exercice des droits de vote et à la transparence des opérations sur le marché des prêts emprunts de titres, ont fait l'objet d'intenses débats, à la suite de la crise financière de 2008, de la montée en puissance des *hedge funds* et de certaines tentatives de prises de contrôle rampantes.

Ces débats ont abouti, notamment à l'initiative de l'AMF et de l'ESMA, à la publication de plusieurs rapports et aux règlements européens de 2012 et 2014, respectivement sur les ventes à découvert et les opérations de financement sur titres, au nombre desquelles figure le prêt-emprunt de titres.

Aujourd'hui, la montée en puissance de certains fonds, l'accroissement significatif de leurs ressources financières, l'évolution de leurs modalités d'action justifient de réouvrir la question et de s'interroger sur l'aptitude du cadre juridique et réglementaire à préserver le bon fonctionnement et l'intégrité des marchés.

On assiste en effet depuis quelques mois à un accroissement du nombre de tentatives de déstabilisation de certains grands émetteurs cotés par des fonds qui, les considérant surévalués, sous-évalués et/ou mal gérés, décident d'en bousculer la gouvernance, soit « de l'intérieur », à partir d'une participation minoritaire, soit « de l'extérieur », par la vente à découvert du titre.

Ces modalités d'action suscitent un débat dont les termes sont connus : certains appellent à une meilleure protection des émetteurs et, au-delà, en raison de l'impact de ces émetteurs sur l'économie nationale, à la protection d'intérêts nationaux, à la préservation de l'attractivité de la cote et de l'intégrité du marché mises à mal par certaines pratiques de ventes à découvert ; d'autres, à l'inverse, soulignent l'importance attachée à l'effectivité des droits des actionnaires, le rôle joué par les fonds dans la détection de la survalorisation d'un titre quand l'analyse *sell side* est défaillante, l'intérêt des ventes à découvert pour la liquidité du marché, l'attractivité de la place pour ce type d'investisseurs.

Le groupe de travail a auditionné les représentants des parties intéressées et a pris connaissance des recommandations formulées par la mission parlementaire d'information sur l'activisme actionnarial, présidée par Éric Woerth et Benjamin Dirx. De ses travaux, deux points ressortent en priorité :

- Une communication, dès lors qu'elle revêt un caractère public et qu'elle émane du détenteur d'une position longue ou courte peut avoir pour but de servir ses propres intérêts au détriment de l'intérêt du marché ; pour prévenir ce risque, cette communication doit être précisément encadrée, soumise à des exigences spécifiques de révélation de la situation de conflit d'intérêts de son auteur, d'information précise de la nature et du volume de sa position effective, et à une obligation de présentation objective de son contenu.
- Alors-même que les intérêts de l'émetteur du titre et du détenteur de la position sont contraires et non pas alignés comme dans le cas des positions longues, on constate que la réglementation sur la transparence des positions courtes est, beaucoup moins exigeante. Cette asymétrie paradoxale s'explique par le développement plus récent des gestions fondées sur des prises de positions courtes. Il importe qu'il y soit remédié.

Le groupe de travail s'est efforcé de limiter ses propositions aux seuls excès de comportements pour, d'une part, ne pas faire peser de contrainte additionnelle sur l'ensemble des actionnaires et investisseurs et, d'autre part, ne pas singulariser à son détriment la Place de Paris.

Les premières propositions tendent à créer les conditions d'un meilleur dialogue entre actionnaires et émetteurs et concernent essentiellement les stratégies des fonds « longs » (I) ; Les secondes propositions visent à prévenir les excès des stratégies des fonds « courts » (II), la dernière proposition, qui a pour objet de favoriser le caractère contradictoire du débat au bénéfice du marché, est commune aux différentes stratégies (III).

Synthèse des propositions

I. Créer les conditions d'un meilleur dialogue entre les émetteurs et leurs actionnaires

1^{ère} Proposition : Soumettre l'actionnaire qui déclenche une campagne publique vis-à-vis d'un émetteur à certaines règles de transparence et rappeler l'actionnaire et l'émetteur concerné aux obligations de vigilance et au respect de l'intégrité du marché.

2^{ème} Proposition : Clarifier, dans le cadre d'un groupe de travail *ad hoc*, le régime des déclarations de seuils statutaires.

3^{ème} Proposition : Promouvoir dans les instances internationales la pratique française permettant aux investisseurs de décider de leur périmètre de vote et compléter le dispositif de la loi PACTE sur les agences de conseil en vote.

II. Prévenir les excès des ventes à découvert

1^{ère} Proposition : Renforcer la transparence des positions courtes en ajoutant, au nombre des éléments à déclarer, des informations de nature à permettre une meilleure identification du détenteur et de la nature de la position.

2^{ème} Proposition : Responsabiliser les vendeurs à découvert en soumettant leur communication publique aux exigences relatives à la présentation des recommandations d'investissement et à la divulgation plus précise de leurs conflits d'intérêts.

3^{ème} Proposition : Mettre en place un dispositif d'alerte et d'évaluation de nature à prévenir un dysfonctionnement du marché du titre quand une part excessive du flottant d'un titre déterminé fait l'objet de prêts-emprunts.

4^{ème} Proposition : Encourager les places financières à développer des outils de transparence sur les opérations de prêts-emprunts de titres à destination du marché et soutenir l'émergence d'une place de marché centralisée des prêts-emprunts.

III. Favoriser un débat contradictoire pour une meilleure information du marché

Proposition : Mettre à la charge des titulaires de positions longues et courtes qui déclenchent une campagne publique, l'obligation d'informer en temps utile l'émetteur des éléments essentiels de la communication à venir.

I. Créer les conditions d'un meilleur dialogue entre les émetteurs et leurs actionnaires

1^{ère} Proposition : Soumettre l'actionnaire qui déclenche une campagne publique vis-à-vis d'un émetteur à certaines règles de transparence et rappeler l'actionnaire et l'émetteur concernés aux obligations de vigilance et au respect de l'intégrité du marché.

Lorsqu'un actionnaire déclenche une campagne publique contre un émetteur, s'ouvre, pour ce dernier, une période délicate qui peut être comparée à celle que connaît l'émetteur cible d'une offre publique.

Pour préserver l'intérêt social de l'émetteur et prévenir toute atteinte à l'intégrité du marché, le Groupe de travail propose de soumettre l'actionnaire, comme l'émetteur concerné, à certaines obligations de transparence et de vigilance et au rappel des règles d'intégrité du marché.

Par campagne publique, on entend le fait, pour un actionnaire, de demander publiquement à un émetteur une modification de son équipe dirigeante, de sa stratégie ou de sa structure financière.

A *contrario* le fait de dialoguer avec un émetteur ne constitue pas une campagne publique. De même, l'exécution, par un actionnaire, des obligations auxquelles il est assujéti (déclaration d'intention lors d'un franchissement de seuil, publication et suivi de la politique d'engagement pour un OPC, en particulier dans le cadre de la transposition de la directive DDA...) ne saurait être assimilée au « déclenchement d'une campagne publique ».

Le champ d'application du dispositif ne devrait porter que sur un nombre réduit de situations, dont le caractère critique, tant pour l'émetteur, que pour le marché, justifie la proposition.

Le groupe de travail propose :

- **d'insérer, sous les dispositions relatives aux franchissements de seuils, dans le Code de commerce¹, une disposition :**
 - qui ne s'appliquerait qu'en cas de déclenchement, par un actionnaire, d'une **campagne** définie par son caractère **public** et par son objet : **obtenir d'un émetteur une modification de sa gouvernance, stratégie ou structure financière** ;
 - qui viserait à donner à l'émetteur **la possibilité d'obtenir de l'actionnaire des informations** relatives à son identité et à la nature et au financement de ses positions, ainsi que, le cas échéant, **la transmission de tout document non public qui aurait pu être communiqué à ses actionnaires** ; ces informations seraient communiquées à l'AMF et rendues publiques ;
 - qui soumettrait l'actionnaire, l'émetteur et leurs dirigeants à une **obligation de vigilance** dans leurs déclarations.

La disposition pourrait être ainsi rédigée :

¹ Ou le COMOFI, la loi PACTE ouvrant la possibilité pour la Chancellerie de faire du COMOFI le code pilote.

« Lorsqu'un actionnaire engage une campagne publique aux fins d'obtenir d'un émetteur une modification importante de sa gouvernance, stratégie ou structure financière, il veille à respecter les principes de transparence, de vigilance et d'intégrité du marché. Ne constitue pas une campagne publique le fait de dialoguer avec un émetteur ou d'échanger avec d'autres investisseurs au sujet d'un émetteur. »

« Sans préjudice de l'article L. 233-7, l'émetteur concerné est en droit d'exiger de l'auteur de la communication des informations relatives à son identité et à la nature et au financement de ses positions, ainsi que la transmission de tout document non public qui aurait pu être communiqué à ses actionnaires. Le règlement général de l'Autorité des marchés financiers précise le contenu de ces informations, le délai de leur transmission et les conditions dans lesquelles elles sont portées à la connaissance du public.

« Lorsque la personne qui fait l'objet d'une demande prévue à l'alinéa précédent n'a pas transmis les informations dans les délais prévus ou a transmis des renseignements incomplets ou erronés, les actions, les obligations ou les titres donnant accès immédiatement ou à terme au capital et pour lesquels cette personne a été inscrite en compte sont privés des droits de vote pour toute assemblée d'actionnaires ou d'obligataires qui se tiendrait jusqu'à la date de régularisation.

« L'auteur de la communication, l'émetteur concerné et leurs dirigeants doivent faire preuve d'une vigilance particulière dans leurs déclarations tant que dure la campagne publique et l'auteur de la communication ne doit pas jeter le discrédit sur l'émetteur et ses dirigeants. Ils doivent en particulier s'abstenir de toute publication, recommandation ou autre diffusion d'information, fausse, trompeuse ou biaisée, susceptible de caractériser une manipulation de marché au sens de l'article 12 du Règlement n° 596/2014/UE ».

Cette disposition serait précisée par le Règlement Général de l'AMF qui énoncerait les informations que l'émetteur concerné peut demander à l'auteur de la communication publique ; ces informations seraient relatives à l'identité, l'exposition et les mouvements affectant la participation de l'auteur de la communication.

2^{ème} Proposition : Clarifier, dans le cadre d'un groupe de travail *ad hoc*, le régime des déclarations de seuils statutaires.

Le groupe de travail a envisagé un renforcement des obligations de transparence de la constitution des positions longues par un abaissement des seuils légaux de déclaration des franchissements ou d'intention ; il a toutefois renoncé à cette proposition au regard des pratiques des fonds dont la participation demeure en deçà des seuils qui auraient pu être envisagés

De même, ayant constaté que certains émetteurs avaient pris l'habitude de vérifier systématiquement le site de la SEC où figurent des informations indisponibles ailleurs, le groupe de travail a envisagé de reprendre l'obligation de déclaration de la Schedule 13-F édictée par la SEC pour une liste d'instruments financiers à établir. Il n'a pas à ce stade retenu cette proposition, au regard des contraintes additionnelles importantes qui en résulteraient pour les gestionnaires de fonds.

Le groupe de travail propose en revanche, de clarifier, dans le cadre d'un groupe de travail *ad hoc*, le régime des déclarations de seuils statutaires :

- en étudiant la possibilité d'indiquer que, sauf mention contraire des statuts, les **seuils statutaires** impliquent les mêmes règles d'assimilation et obligations déclaratives que les seuils légaux ;
- en clarifiant la **sanction** applicable en cas de violation des obligations de déclaration.

3^{ème} Proposition : Promouvoir dans les instances internationales la pratique française permettant aux investisseurs de décider de leur périmètre de vote, et compléter le dispositif PACTE sur les agences de conseil en vote.

L'obligation pour l'investisseur de voter sur toutes les lignes en portefeuille, générant ainsi des votes pré-programmés par un recours non filtré à des agences de conseil en vote, confère de façon inéluctable un pouvoir important et probablement excessif aux agences de conseil en vote. C'est la raison pour laquelle le groupe de travail propose que soit davantage promu, dans les instances internationales la pratique française qui permet aux investisseurs de décider de leur périmètre de vote

La Loi Pacte, transposant la Directive Droit des actionnaires a sensiblement amélioré l'encadrement de ces agences de vote. Le groupe de travail propose cependant de compléter le dispositif en imposant aux agences de conseil en vote :

- de révéler à l'émetteur concerné ou au marché (et non pas seulement à leurs clients) les conflits d'intérêts ou relations commerciales susceptibles d'influencer leurs travaux ;
- de rendre publique leur politique générale de vote et tout changement apporté à cette dernière dans un délai raisonnable avant l'entrée en application de ce changement ;
- de soumettre pour commentaires leur projet de recommandation à la société concernée dans un délai raisonnable avant sa diffusion, à charge pour la société d'y réagir au plus vite.

II. Prévenir les excès des ventes à découvert

1^{ère} Proposition : Renforcer la transparence des positions courtes en ajoutant, au nombre des éléments à déclarer, des informations de nature à permettre une meilleure identification du détenteur et de la nature de la position.

La transparence de la constitution des positions courtes est prévue par le Règlement (UE) n° 236/2012 sur la vente à découvert auquel renvoie l'article 223-37 du Règlement général de l'AMF. Le Règlement impose une certaine information sur les positions courtes nettes importantes sur les actions, dans l'intérêt des autorités de régulation et des participants au marché. Doivent ainsi être notifiées aux autorités de régulation les positions courtes nettes égales ou supérieures à 0,2% du capital d'un émetteur coté et, lorsque cette position est égale ou supérieure à 0,5% du capital, l'autorité compétente rend publique l'information. La même obligation de déclaration et de publicité 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%.

Pour permettre au marché d'appréhender le lien entre les positions courtes nettes et une éventuelle attaque spéculative, la déclaration pourrait être complétée par les éléments suivants :

- tout titre de capital ou de dette de l'émetteur détenu par ailleurs par le déclarant et toute opération conclue par lui ayant pour effet de l'exposer aux variations de ces titres (y compris via des dérivés de crédit) ou de l'en protéger, ou de lui conférer des droits de vote dans les assemblées des porteurs de ces titres ; cette information permettrait de connaître l'exposition globale du fonds et d'identifier les stratégies complexes (consistant, par exemple, à se positionner sur des instruments de dette uniquement dans le but de déclencher des cas de défaut et de faire un profit sur les positions courtes sur le capital du fait des difficultés engendrées sur la dette) ;
- si le déclarant est un fonds d'investissement, sa nature, sa date de création, ses règles de fonctionnement principales, son lieu d'immatriculation; cette information permettrait de comprendre le fonctionnement et les objectifs du déclarant ;

2^{ème} Proposition : Responsabiliser les vendeurs à découvert en soumettant leur communication publique aux exigences relatives à la présentation des recommandations d'investissement et à la divulgation plus précise de leurs conflits d'intérêts.

Il est fréquent que la vente à découvert s'accompagne d'une communication publique qui sert l'intérêt du vendeur. Cette communication, dès lors qu'elle émane du détenteur d'une position courte sur le titre, devrait être soumise, sans préjudice des autres obligations résultant des textes Abus de marché, aux exigences de présentation qui s'imposent aux recommandations d'investissement et à l'obligation de révéler, de manière précise, la situation de conflit d'intérêts de son auteur.

Concrètement, cela signifierait :

- Modifier le Règlement Abus de Marché (MAR) pour intégrer dans la définition des recommandations d'investissement, « *les informations produites par toute personne détenant une position courte sur un instrument financier suggérant explicitement ou implicitement une stratégie d'investissement concernant cet instrument ou son émetteur* », afin de soumettre toute communication publique d'un vendeur à découvert aux exigences applicables à la présentation objective des « recommandations d'investissement » ;
- Préciser l'interprétation de l'article 5 du Règlement délégué 2016/958 sur les recommandations d'investissement qui oblige l'auteur d'une recommandation d'investissement à communiquer ses conflits d'intérêts, pour exiger une divulgation précise de ces conflits intégrant, notamment, pour les vendeurs à découvert, la date de constitution, la nature et le montant de la position courte, ainsi que les autres instruments de l'émetteur détenus.

Ces propositions ne s'appliqueraient pas aux vendeurs à découvert bénéficiant de l'exemption de tenue de marché au sens du Règlement 236/2012 sur les ventes à découvert.

3^{ème} Proposition : Mettre en place un dispositif d’alerte et d’évaluation de nature à prévenir un dysfonctionnement du marché du titre quand une part excessive du flottant d’un titre déterminé fait l’objet de prêts-emprunts.

Le marché du prêt-emprunt de titres est un marché distinct de celui des carnets d’ordre des plateformes de négociation et qui fait l’objet d’une réglementation spécifique au motif que les transferts de propriété engendrés par les prêts/emprunts ne contribuent pas à la formation des prix.

Ce marché porte sur une multiplicité de titres et donne lieu à une multiplicité de transactions de très courte durée, souvent *intraday*. A ce titre il est un vecteur essentiel de la liquidité du marché des titres et de la liquidité interbancaire. Il est donc essentiel de ne pas entraver son bon fonctionnement par des contraintes inappropriées.

En revanche, dans certaines circonstances exceptionnelles, ce marché peut capter une proportion excessive du flottant d’un titre, mettre en cause son bon fonctionnement et rétroagir sur le fonctionnement des autres marchés du titre concerné².

- **Le groupe de travail serait favorable** à ce que, au-delà d’un seuil dysfonctionnel, lorsqu’une part excessive du flottant a fait l’objet de prêts de titres, un dispositif de surveillance rapprochée des marchés du titre concerné, soit mis en place par le régulateur.
Les obligations de *reporting* des prêts-emprunts de titres qui s’imposeront aux contreparties à partir d’avril 2020 (Règlement SFTR) permettront aux régulateurs d’avoir une connaissance fiable des volumes prêtés. Les régulateurs pourraient rendre cette information publique.

Ces dispositions pourraient constituer une solution alternative et intermédiaire par rapport à la solution drastique de la suspension des ventes à découvert, mesure beaucoup plus contraignante et à l’efficacité incertaine.

4^{ème} Proposition : Encourager les places financières à développer des outils de transparence sur les opérations de prêts-emprunts de titres à destination du marché et soutenir l’émergence d’une place de marché centralisée des prêts-emprunts.

Comme l’a proposé le rapport Woerth, **le groupe de travail serait favorable à une telle initiative de place**. Une démarche comparable a été lancée aux Etats-Unis par le NYSE et la NASDAQ.

Cette proposition a été discutée avec la FBF et l’AFG, afin de s’assurer de son caractère opérationnel.

La mise en œuvre de cette initiative supposerait (i) la prise en compte du cadre réglementaire, en particulier la prochaine entrée en vigueur du règlement européen sur la transparence des opérations sur titres, dit SFTR ; (ii) une approche menée au plan européen ; (iii) une étude préalable sur la viabilité économique et technique du modèle sous-jacent à cette plateforme.

² Déclaration de R. Ophèle aux Echos, le 13/11/2018 : « Dans le cas de Casino, on peut se demander si nous sommes vraiment dans un cas de fonctionnement normal du marché alors que près de 40 % du flottant ont pu faire l’objet de ventes à découvert ».

III. Favoriser un débat contradictoire pour une meilleure information du marché

L'effet de surprise du déclenchement d'une campagne publique contre un émetteur peut être aussi préjudiciable à l'émetteur qu'au marché. Pour permettre à l'émetteur de répondre en temps utile à l'auteur de la campagne et éviter une trop longue période d'incertitude pour le marché, le groupe de travail propose que l'auteur de la campagne soit tenu d'informer en temps utile l'émetteur des éléments essentiels de la communication à venir.

Proposition : Mettre à la charge des titulaires de positions longues ou courtes sur un émetteur, qui s'appêtent à engager une campagne publique l'obligation d'informer en temps utile l'émetteur des principaux éléments de la communication à venir.

Le groupe de travail propose que les titulaires de positions longues ou courtes sur un émetteur, qui s'appêtent à engager une campagne publique aux fins d'obtenir de l'émetteur une modification de sa gouvernance, de sa stratégie ou de sa structure financière ou à diffuser une recommandation d'investissement sur cet émetteur, informent l'émetteur, dans un délai raisonnable avant sa diffusion, des principaux éléments de la publication à venir.

*
* *