

DES ACTIONNAIRES RESPONSABLES

Groupe de travail de Paris EUROPLACE

**« Gouvernance actionnariale et pratiques de
marché »**

8 janvier 2020

Sommaire

I - Démarche et principales orientations du groupe de travail

- Un groupe de travail constitué à l'initiative des entreprises cotées
- Les éléments nouveaux de l'activisme actionnarial
- La recherche d'un consensus de place entre les différents opérateurs
- Convergence avec les conclusions des travaux déjà engagés et publiés
- Une réglementation essentiellement européenne
- Points jugés prioritaires pour une régulation adéquate

II – Les recommandations du groupe de travail

- Créer les conditions d'un meilleur dialogue entre les entreprises cotées et leurs actionnaires
- Prévenir les excès des ventes à découvert
- Favoriser un débat contradictoire pour une meilleure information du marché

I- Démarche et principales orientations du groupe de travail

Un groupe de travail constitué à l'initiative des entreprises cotées

Inquiétudes des entreprises cotées exposées à des opérations de déstabilisation et considérant ne pas disposer des moyens adéquats de réaction, motivées par :

- Accroissement du nombre de tentatives de déstabilisation de grandes entreprises cotées par des fonds d'investissement avec pour objectif de bousculer la gouvernance et de peser sur les décisions stratégiques.
- Accroissement important des ressources financières gérées par les fonds activistes, les investissements dans les fonds activistes devenant une classe d'actifs à part entière.
- Recours accru aux moyens de communication publique et aux réseaux sociaux pour porter les messages et relayer les objectifs poursuivis par les fonds.
- Des entreprises cotées se considérant en position de faiblesse face à des fonds non cotés et donc non soumis aux mêmes contraintes de transparence et de communication.
- Au Q3, 51 nouvelles campagnes activistes, dont 20 en Europe, avec un capital déployé de 11Mds\$, contre 8,7Mds\$ au Q3 18 (*Review of shareholder activism – Lazard*)

Les éléments nouveaux de l'activisme actionnarial

- L'activisme actionnarial n'est pas un élément nouveau en soi et a déjà fait l'objet d'une régulation abondante et détaillée au travers de la réglementation des offres publiques, des prises de contrôle, des franchissements de seuil, de la communication des émetteurs.
- L'émergence des fonds activistes mérite néanmoins une attention particulière dans la mesure où elle fait apparaître, indépendamment de ressources financières croissantes et d'une exposition accrue sur la place publique, plusieurs éléments nouveaux :
 - l'activisme est aujourd'hui surtout le fait d'investisseurs minoritaires et ayant vocation à le rester, et non plus d'investisseurs à la recherche d'un contrôle ;
 - la vente à découvert est devenue un levier d'un certain nombre de campagnes activistes et non plus simplement une option d'investissement ;
 - les fonds activistes opèrent le plus souvent en groupe, sans que puissent être établies des actions de concert.

La recherche d'un consensus de place, conforme à l'objet de Paris EUROPLACE

- Ce consensus a pour ambition de promouvoir la finance responsable. Une finance responsable suppose des entreprises, de leurs actionnaires, comme des fonds dits « activistes », une pratique soucieuse des enjeux de gouvernance, respectueuse de l'intérêt social de l'entreprise et créatrice de valeur sur le long terme. La problématique de l'activisme actionnarial fait écho aux débats sur la raison d'être des entreprises : loi PACTE en France; déclaration sur le *corporate purpose* de la *Business Roundtable* aux Etats-Unis, en août 2019...
- Paris EUROPLACE fédère et représente la diversité des acteurs de l'industrie financière. Elle se veut force de propositions et organe de mobilisation au service des intérêts collectifs de la Place.
- La démarche du groupe de travail s'est inscrite dans ce cadre, prenant en compte la diversité des intérêts et des positionnements des différentes catégories d'opérateurs, y compris ceux des gestionnaires de fonds, activistes ou non, et de leurs prestataires de services.
- Le groupe de travail s'est donné comme règle de ne pas porter atteinte au jeu du marché, en particulier par une réglementation excessivement contraignante, dès lors qu'il est correctement régulé.

Convergence avec les conclusions des autres travaux en cours

- La question des fonds activistes et de leur montée en puissance fait l'objet de nombreux travaux et a donné lieu à plusieurs rapports, notamment de la Commission des Finances de l'Assemblée Nationale (rapport Woerth-Dirx) et du Club des Juristes. En décembre 2019, l'AFEP a également publié une note sur le sujet.
- Ces travaux se sont efforcés d'identifier les comportements et les situations susceptibles d'être préjudiciables à la transparence, à l'intégrité et au bon fonctionnement du marché.
- Leurs recommandations portent sur des ajustements de la réglementation et de sa mise en œuvre ainsi que sur la promotion de pratiques de marché ayant pour objet d'encadrer le déroulement des campagnes activistes, de corriger les excès, d'établir une plus grande transparence et de favoriser le dialogue entre émetteurs et investisseurs.
- Ces démarches sont largement partagées par le groupe de travail de Paris EUROPLACE.

Un règlementation essentiellement européenne

1. L'essentiel de la règlementation, aussi bien sur les franchissements de seuil, les droits des actionnaires, les abus de marché, la transparence des opérations, la communication des émetteurs, est désormais le fait de l'Union Européenne sous forme de directives ou de règlements.
2. Cet état de fait milite pour que le débat sur les fonds activistes soit porté au niveau européen par la sensibilisation et la mobilisation des instances européennes et des principales places financières.
3. La transposition et l'application pratiques de cette règlementation européenne demeurent cependant des enjeux importants de place.
4. En particulier, les régulateurs de marché, ESMA et AMF, ont un rôle essentiel à jouer dans la régulation de l'activisme actionnarial au travers de leur « magistrature d'influence ».

Points jugés prioritaires pour une réglementation adéquate

Deux points sont ressortis en priorité des travaux du groupe et peuvent être considérés comme les fils rouges de ses propositions :

- La communication publique du détenteur d'une position, longue ou courte, peut avoir pour objet 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.
- Un vendeur à découvert est soumis à des obligations de déclarations de ses positions beaucoup moins exigeantes que celles qui sont imposées aux actionnaires qui constituent des positions longues, alors même que les intérêts de l'émetteur du titre et du détenteur d'une position courte sont contraires et non pas alignés comme dans le cas des positions longues. 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.

II - Les propositions du groupe de travail

**Créer les conditions d'un meilleur dialogue entre les émetteurs et
les investisseurs**

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.

Le groupe de travail propose d'insérer, sous les dispositions relatives aux franchissements de seuils, dans le Code de commerce, 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, visant 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 ;**
- **soumettre l'actionnaire, l'émetteur et leurs dirigeants à une obligation de vigilance dans leurs déclarations.**

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 propose 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 déclarations.

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.

La pratique consistant pour l'investisseur de voter sur toutes les lignes en portefeuille, génère des votes préprogrammés par un recours non filtré à des agences de conseil en vote, conférant à ces agences un pouvoir important et probablement excessif :

- le groupe de travail a donc estimé souhaitable que soit promu dans les instances internationales la pratique française qui permet aux investisseurs de décider de leur périmètre de vote (demande forte de l'AFG).

Le groupe de travail propose par ailleurs de compléter le dispositif de la loi PACTE 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 ;
- 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 ;
- soumettre pour commentaires leur projet de recommandation à la société concernée dans un délai raisonnable avant sa diffusion et de faire leurs meilleurs efforts pour mentionner leurs éventuels commentaires dans leur rapport définitif.

Prévenir les excès de la vente à découvert

4^{ème} 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, de la nature et du financement de la position.

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 ;
- 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.

5^{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

Préciser que le Règlement Abus de Marché (MAR) intègre dans la définition des recommandations d'investissement, toute communication publique d'un vendeur à découvert qui suggère explicitement ou implicitement une stratégie d'investissement concernant un instrument ou son émetteur afin de soumettre cette communication aux exigences applicables à la présentation 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.

6^{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 groupe de travail préconise qu'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.

7^{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 est 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 élaborée 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 de 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.

**Favoriser un débat contradictoire pour une meilleure
information de marché**

8^{ème} Proposition

Mettre à la charge des titulaires de positions longues ou courtes sur un émetteur, qui s'apprêtent 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'apprêtent 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.

Conclusion

Un rapport qui s'inscrit en complément et en cohérence avec le rapport parlementaire et celui du Club des Juristes

Les différents travaux engagés durant l'année 2019, qu'il s'agisse du rapport parlementaire (mission Woerth-Dirx), de celui de Paris EUROPLACE et du Club des Juristes, sont nés d'un **constat partagé sur le développement de l'activisme actionnarial en France et en Europe.**

Ils ont également partagé le **souci d'en analyser le plus précisément possible les effets ainsi que le cadre, notamment réglementaire, dans lequel il s'inscrivait** et ce, chaque fois que c'était possible, dans une démarche de droit comparé.

Ils illustrent la capacité de la Place de Paris à se saisir de sujets complexes et stratégiques, dans le souci de promouvoir une finance responsable.

Un rapport qui s'inscrit en complément et en cohérence avec le rapport parlementaire et celui du Club des Juristes

Il est notable que leurs recommandations convergent sur plusieurs points :

- La nécessité d'une approche équilibrée, sans bouleverser le cadre juridique actuel ;
- Qu'il s'agisse des propositions pour soumettre l'actionnaire déclenchant une campagne, à des règles de transparence ; pour renforcer la transparence des positions courtes ; pour soumettre la communication publique des vendeurs à découvert à des exigences notamment de divulgation de leurs conflits d'intérêts ; pour prévoir un dispositif de surveillance en cas de dysfonctionnement des marchés ; pour demander aux titulaires de positions courtes ou longues d'informer, en temps utile, l'émetteur des éléments de la communication à venir, notre rapport est en ligne avec le rapport parlementaire et celui du Club des Juristes.

Notre 3^{ème} proposition sur les agences de conseil en vote ne se retrouve pas en tant que telle dans les autres rapports. Par ailleurs, nous n'avons pas développé la proposition poussée par Eric Woerth et appuyée par le Club des Juristes sur le renforcement des moyens humains et financiers de l'AMF, mais nous en partageons l'objectif.

Nous souhaitons maintenant porter les différentes propositions de notre rapport auprès des pouvoirs publics et des régulateurs.