

REVUE LAMY

Droit des Affaires

COMPLIANCE ET ÉTHIQUE EN DROIT DES AFFAIRES

Frédéric BAAB, Laura BOURGEOIS, Blandine CORDIER-PALASSE, Sandra COSSART, Stéphane COUCHOUX, Emmanuel DAOUD, François DAUBA, Arthur DETHOMAS, Antoine GAUDEMET, Mélati GAUVRY, Emery JACQUILLAT, Paul LEFEVRE, Antoine ORY, Diane PAILLOT de MONTABERT, Sophie SCEMLA, Sandrine TRIGO, Hugues VILLEY-DESMESERETS

165 | SUPPLÉMENT
DÉCEMBRE 2020

L'éthique en droit des affaires

RLDA 7110

Évolution de l'activisme actionnarial en France : quel encadrement ?

L'activisme actionnarial s'est largement développé et institutionnalisé en France durant ces dernières années, notamment avec l'intervention des fonds activistes américains développant des techniques de plus en plus sophistiquées pouvant déstabiliser les émetteurs. Souvent considéré comme une menace, l'activisme actionnarial constitue désormais un acteur des marchés financiers que les émetteurs ne pourront ignorer.

L'activisme actionnarial présente une telle diversité qu'il est impossible d'en délimiter la notion. Cependant, s'il fallait retenir une définition de l'activiste, nous retiendrons celle-ci : « un investisseur prenant une participation au capital d'une société cotée aux fins d'user de ses prérogatives d'actionnaire et de son pouvoir d'influence pour émettre, à l'égard des dirigeants de cette société des revendications ou des critiques plus ou moins hostiles motivées par des objectifs financiers ou extra-financiers ».

S'il existe un consensus à reconnaître l'utilité de l'intervention des activistes dans la formation des prix, l'amélioration de la gouvernance et la communication des émetteurs, certaines interventions ont pu déstabiliser les émetteurs et les marchés, ce qui a conduit les pouvoirs publics, les associations d'émetteurs et le régulateur à engager des réflexions sur la nécessité de renforcer leur encadrement.

Après une présentation de l'état des lieux de l'activisme actionnarial en France, nous vous présenterons son encadrement et les propositions de renforcement de cet encadrement.

État des lieux de l'activisme actionnarial en France

Activisme et droit de l'actionnaire

À l'origine, l'activisme est un comportement défensif. L'activiste est avant tout un actionnaire qui utilise les prérogatives qui lui sont conférées par la loi pour défendre ses intérêts en tant qu'actionnaire.

Ses principales prérogatives sont les suivantes :

- questions écrites en amont des assemblées ;
- questions écrites en dehors des assemblées sur tout fait de nature à compromettre la continuité de l'exploitation⁽¹⁾ ;
- questions orales durant les assemblées ;

(1) C. com., art. L. 225-232 ; droit ouvert à un ou plusieurs actionnaires ou associations d'actionnaires détenant 5 % du capital social. À défaut de réponses, ces actionnaires peuvent demander en référé la désignation d'un ou plusieurs experts chargés de présenter un rapport sur une ou plusieurs opérations de gestion.



Sandrine TRIGO
Juriste, Senior
counsel, De Gaulle
Fleurance &
Associés



Paul LEFEVRE
Avocat, De Gaulle
Fleurance &
Associés

- inscription de points ou projets de résolutions⁽²⁾ ; et
- vote en assemblée.

À l'exception du droit d'inscrire des points ou projets de résolutions et de poser des questions écrites en dehors des assemblées, ces droits sont ouverts à tout actionnaire quelle que soit sa participation au capital.

→ Questions écrites

Tout actionnaire disposant, ne serait-ce que d'une action d'un émetteur, peut préalablement à la tenue de toute assemblée, poser des questions écrites auxquelles le conseil d'administration ou le directoire est tenu de répondre au cours de l'assemblée ou sur le site internet de l'émetteur⁽³⁾.

Ce droit est largement utilisé par les actionnaires pour obtenir des éclaircissements sur les projets de résolutions soumis à leur approbation et notamment sur les données financières et le management. Ce dispositif participe à la transparence de l'information des actionnaires et à la démocratie actionnariale.

En 2020, les actionnaires ont largement exercé ce droit en raison de la tenue des assemblées à huit clos dans le contexte de la crise sanitaire liée au Covid-19.

Ces dernières années, on a pu constater une nette augmentation des questions écrites portant sur le thème de la responsabilité sociale des entreprises (ci-après « RSE »), tendance qui s'est confirmée avec la crise sanitaire. En 2020, l'association Forum pour l'Investissement Responsable, souvent titulaire d'une seule action, a adressé à certaines sociétés du CAC 40⁽⁴⁾ des questions écrites portant sur la compatibilité de leurs activités avec l'accord de Paris sur le climat et le réchauffement climatique.

→ Vote en assemblée

Tout actionnaire peut participer aux assemblées et exprimer son vote. Par l'expression de son vote, il exprime son soutien ou non à la politique menée par le management.

En outre, tout actionnaire peut solliciter d'autres actionnaires de lui conférer un mandat lui permettant ainsi de bénéficier de plus de poids lors du vote de l'assemblée générale⁽⁵⁾. Cette faculté est d'ailleurs facilitée par la possibilité de désigner un mandataire par voie électronique.

(2) C. com., art. L. 225-105 et C. com., art. R. 225-107 ; ce droit est ouvert aux actionnaires ou associations d'actionnaires détenant au moins 5 % du capital ou si le capital social est supérieur à 750 000 euros, la fraction de capital est réduite suivant un calcul par tranches.

(3) C. com., art. L. 225-108, al. 3, et C. com., art. R. 225-184.

(4) Not. Renault, Engie, Bouygues, Vinci, Saint-Gobain, Legrand et Carrefour.

(5) Il convient cependant de rappeler que la sollicitation de mandats est encadrée par des obligations d'information portant sur de potentiels conflits d'intérêts, sur la politique de vote, ainsi que par une obligation de voter conforme aux intentions de vote. À défaut, l'ac-

Une autre technique utilisée pour influencer par leur vote sur les décisions d'assemblée est le recours à l'*empty voting* ou « emprunt de titres », régi par les articles L. 211-22 et suivants du code monétaire et financier. Cette technique permet d'augmenter la participation d'un actionnaire et donc ses droits de vote, tout en étant exonéré de tout ou partie du risque économique lié à la détention de ces titres.

L'Autorité des marchés financiers (ci-après « AMF »), dans son rapport 2019 sur le gouvernement d'entreprise, relève que les principales résolutions dont le taux d'approbation est inférieur à 90 % concernent les autorisations financières, les attributions d'actions gratuites ou de stocks et les résolutions relatives à la rémunération des dirigeants (*ex-ante* et *ex-post*) et que le taux d'approbation est nettement influencé par les politiques de vote des actionnaires institutionnels et des agences de conseil de vote.

→ Inscription de points ou projets de résolutions

Cette prérogative est peu utilisée par les actionnaires de manière générale compte tenu d'une part, de la proportion de capital requise à cet effet et de leur rejet quasi systématique.

En 2019 et 2020, les principales demandes qui émanaient essentiellement de fonds activistes visaient à demander la révocation et/ou la désignation des membres des organes d'administration ou de surveillance. Ce fut notamment le cas dans les assemblées annuelles de Lagardère⁽⁶⁾, Scor et Unibail. On notera en outre le projet de résolution soumis par un groupe d'actionnaires⁽⁷⁾ à Total visant à modifier les statuts afin de préciser que le rapport de gestion devra décrire « la stratégie de la Société telle que définie par le Conseil d'administration pour aligner ses activités avec l'Accord de Paris ».

Raisons d'agir et formes d'action

Si l'activisme actionnarial était initialement défensif, depuis les années 2000 et plus particulièrement, depuis la crise financière de 2008, l'activisme a pris en Europe une forme plus agressive qui peut déstabiliser les émetteurs et les marchés.

tiviste serait privé du droit de participer à l'assemblée de la société cible.

(6) Amber Capital demandait le renouvellement total du conseil de surveillance, « condition sine qua non pour amorcer un réel tournant dans l'organisation, la structuration et la stratégie de la Société dont les effets profiteront à l'ensemble des parties prenantes. »

(7) Dont La Banque Postale AM, le Crédit Mutuel Asset Management et les Assurances du Crédit Mutuel ou encore Meeschaert.

→ Trois types de campagnes activistes.

Campagnes « Event Driver »

Ces campagnes trouvent leur origine dans des opérations financières lancées par les émetteurs (opérations de restructuration, OPA...).

Dans ce cas, les activistes interviennent généralement, soit pour prôner ou contester une opération de croissance externe (cession, fusion, scission), soit pour modifier les termes d'une opération existante.

Prôner ou contester une opération de croissance externe - À titre d'exemple, on peut notamment citer les campagnes suivantes, relayées par les médias :

- la contestation par le fonds CIAM de la décision du conseil d'administration de SCOR de refuser d'entrer en discussion avec Covéa, qui avait formulé une proposition de participation majoritaire⁽⁸⁾ ;
- la contestation par le fonds CIAM des conditions de l'offre de fusion transmise à Renault par le groupe italien Fiat Chrysler (FCA) estimant notamment que la valorisation des deux sociétés « apparaît comme erronée et ayant pour effet de totalement sous-valoriser Renault⁽⁹⁾ » ; et
- la demande du fonds Amber Capital aux dirigeants de Suez de céder des actifs « matures » afin de réinvestir dans des activités plus performantes, et de réduire sa dette.

Intervenir sur une opération existante pour en modifier les termes - Les activistes interviennent couramment pour faire modifier les termes d'une offre publique ou bloquer le projet de demande de retrait en prenant des participations lorsqu'ils estiment que la valorisation des titres est sous-évaluée ou surévaluée.

On peut citer les interventions suivantes :

- la contestation par le fonds TCI de la valorisation de Zodiac Aerospace dans le cadre du projet d'offre publique d'achat à titre principal et d'échange à titre subsidiaire initiée par Safran en 2017 a influé sur les négociations entre Zodiac et Safran (la valorisation initialement fixée à 29,50 euros a été ramenée à 25 euros) ;
- le fonds Elliott, considérant que le prix de l'offre proposé par XPO Logistics (ci-après « XPO ») dans le cadre de l'offre publique d'acquisition simplifiée sur les titres Norbert Dentressangle était sous-estimé, a acquis pendant la période de l'offre plus de 5 % du capital et des droits de vote de manière à empêcher le retrait obligatoire, dans l'objectif d'exercer par lui suite une pression

sur XPO en vue de favoriser une cession ultérieure lui permettant de réaliser une plus-value⁽¹⁰⁾.

En février 2020, malgré l'abaissement du seuil du retrait obligatoire à 90 % du capital social ou des droits de vote⁽¹¹⁾, le fonds Polygon European Equity Opportunity Master Fund a empêché le projet de demande de retrait au terme de l'opération publique d'achat simplifiée initiée par CASPAR SAS sur les titres OENEO, en acquérant sur le marché pendant la période de l'offre 10 % du capital d'OENEO⁽¹²⁾.

Campagnes visant à relever la valeur d'un émetteur

Ces campagnes visent à influencer la stratégie, la gestion ou la gouvernance de la cible afin de relever la valeur de celle-ci.

À titre d'exemple, on peut citer l'intervention du fonds Cevian dans Rexel et du fonds Elliott dans Pernod-Ricard :

- en février 2016, le fonds Cevian a pris une participation à hauteur de 5,4 % du capital social de Rexel dans le but d'influer sur la stratégie. Sous la pression du fonds, Rexel a changé de PDG (juin 2016) ainsi que la composition de son comité exécutif. La nouvelle équipe a changé de stratégie et lancé un programme de cession d'actifs pour réaliser des acquisitions ciblées sur les activités et les géographies les plus rentables. Entre la date d'entrée au capital de Cevian et le 31 décembre 2017, le titre avait progressé d'environ 28 %. À ce jour, Cevian détient plus de 20 % du capital et des droits de vote de Rexel.
- en décembre 2018, malgré les bons résultats affichés, le fonds Elliott a pris une participation de 2,5 % du capital de Pernod-Ricard, estimant que la performance du groupe ne reflétait pas correctement le potentiel de la société. Plusieurs rencontres entre le fonds et les représentants du groupe ont eu lieu afin d'échanger sur la gouvernance et l'organisation stratégique du groupe. En janvier 2019, Pernod-Ricard a désigné un administrateur indépendant. En février 2019, le groupe Pernod-Ricard a publié les meilleurs résultats semestriels du groupe depuis une dizaine d'années, tout en se défendant de l'influence d'Elliott sur ses décisions⁽¹³⁾.

Campagnes pariant sur la baisse du cours

Ces campagnes sont caractérisées par la prise de positions courtes par les fonds activistes, également appelée « vente à découvert » ou « short selling ».

(8) Courrier de Catherine Berjal au PDG de Scor, Denis Kessler, datée du 4 février 2019, d'après l'article de Reuters, « *Le fonds Ciam demande des comptes au PDG de Scor dans le dossier Covea* ».

(9) Lettre de CIAM aux administrateurs de Renault en date 3 juin 2019.

(10) Elliott a cédé ses titres à XPO le 22 novembre 2019, réalisant une plus-value de 38 170 440 euros.

(11) La loi n° 2019-486 du 22 mai 2019 relative à la croissance et la transformation des entreprises dite loi « PACTE » a abaissé le seuil de demande de retrait obligatoire à 90 % du capital social ou des droits de vote.

(12) Déclarations de franchissement de seuils 220C0415 et 220C0714.

(13) Communiqué de presse Pernod-Ricard.

La vente à découvert est la vente d'un titre (action ou autre instrument financier) dont le vendeur n'est pas propriétaire au moment où il conclut l'accord de vente, y compris lorsque qu'au moment de l'accord il a emprunté le titre, permettant ainsi au vendeur de réaliser une plus-value en cas de baisse de la valeur du titre, ou une perte en cas de hausse de sa valeur.

Le vendeur à découvert mise donc sur la baisse de la valeur d'un titre qu'il estime surévaluée pour réaliser une plus-value.

Ces campagnes basées sur des analyses approfondies des émetteurs sont généralement rendues publiques par les activistes, notamment *via* les réseaux sociaux.

Cette pratique a notamment été utilisée par le fonds Muddy Waters en décembre 2015, en publiant un rapport à charge sur le groupe Casino affirmant que la valeur de l'action Casino était située autour de 6,91 euros contre les 49 euros à la clôture du marché. La publication du rapport de Muddy Waters a entraîné directement une chute du cours de l'action Casino de 20 %.

Saisie par Casino, l'AMF a ouvert en février 2016 une enquête portant sur la communication financière et le marché des titres Casino et sur les agissements de Muddy Waters. Le 17 décembre 2019, l'AMF a décidé de clore l'enquête et de ne pas notifier les griefs. Elle a toutefois adressé à chacun des protagonistes une lettre d'observations afin de leur rappeler les principes de la communication d'informations au public.

Identification et *modus operandi* d'une campagne d'activisme

Les campagnes activistes comportent généralement trois phases distinctes d'un processus d'intensité croissante.

Lorsqu'un fonds activiste devient actionnaire, il met souvent en place dans un premier temps un dialogue confidentiel, pacifique et collaboratif avec les dirigeants de la cible.

Si dans le meilleur des cas, ce dialogue aboutit à un apaisement voire un accord, il est plus fréquent que celui-ci ne débouche sur aucun résultat autre qu'une possible méfiance réciproque voire une exacerbation des divergences : la cible accusant l'activiste de rechercher l'augmentation à court terme de la valeur des actions au détriment des intérêts à long terme, ce que les activistes contestent⁽¹⁴⁾.

Il a pu être constaté que les émetteurs ayant fait preuve de pédagogie avec ces interlocuteurs étaient parvenus à établir un dialogue constructif⁽¹⁵⁾.

Nous ne pouvons que recommander à un émetteur qui serait aux prises avec un activiste de privilégier et entretenir le dialogue lorsqu'il est possible, dans le respect du traitement égalitaire de tous les actionnaires.

Il est recommandé aux émetteurs de mettre en place un dialogue permanent avec leurs actionnaires afin de préserver la confiance des investisseurs

Cependant, certains activistes font parfois le choix de ne mettre en place aucun dialogue avec l'émetteur et entrent directement dans la deuxième phase.

Lorsque la tentative de dialogue confidentiel a échoué, les activistes rendent alors leur campagne publique, en diffusant notamment leurs rapports de recherche (« *white papers* ») sur les réseaux sociaux⁽¹⁶⁾ et dans les médias. En effet, avant toute prise de participation, les activistes effectuent des diligences poussées menées notamment par des analystes financiers et des experts en gouvernance.

Enfin, dans un troisième temps, les activistes peuvent décider d'engager des recours judiciaires visant à contester les décisions prises par les dirigeants voire à demander leur remplacement.

D'une manière générale, il est recommandé aux émetteurs de mettre en place un dialogue permanent avec leurs actionnaires afin de préserver la confiance des investisseurs. Dans sa communication d'avril 2020, l'AMF rappelle que « *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.* » Il permet aux émetteurs d'identifier les questions et préoccupations des actionnaires et désamorcer en amont certaines de leurs critiques.⁽¹⁷⁾

Encadrement de l'activisme actionnarial

L'activiste étant avant tout un actionnaire exerçant ses droits, la réglementation de l'activisme, qui revêt différentes formes, est un exercice difficile compte tenu des intérêts divergents des différentes parties prenantes.

Il n'existe pas de dispositions réglementant spécifiquement l'activisme actionnarial en France. Toutefois, les réglementations européenne et nationale ont évolué au

(14) Extrait des propos de Paul Singer, fondateur d'Elliott dans *Wall Street Journal* : « *immediate result doesn't diminish the long-term benefits* », 19 oct. 2017.

(15) V. affaire Rexel et fonds CIAM ci-avant.

(16) Muddy Waters, dans l'affaire Casino, avait publié un *tweet* entraînant la chute du cours de l'action Casino.

(17) Communication de l'AMF sur l'activisme actionnarial, avr. 2020.

cours de ces dix dernières années, parfois en réaction à certaines campagnes activistes ayant perturbé les marchés, afin de renforcer les obligations de transparence et les dispositions relatives aux abus de marché.

Encadrement de l'activisme actionnarial

Les principales dispositions visant à encadrer la montée d'un activiste au capital reposent sur la transparence des prises de participations, la communication d'informations au marché et la réglementation relative aux opérations d'initiés.

L'AMF veille à l'information des investisseurs et au bon fonctionnement des marchés d'instruments financiers. À ce titre, elle peut procéder à des enquêtes et contrôles au vu des informations qui lui sont communiquées et, plus généralement, de toute information rendue publique, y compris dans la presse, concernant les émetteurs et les instruments financiers. Elle joue donc un rôle institutionnel important dans le contrôle des comportements activistes qui auraient pour effet de déstabiliser les marchés.

→ Franchissement de seuils

Les déclarations de franchissement de seuils permettent d'assurer la transparence des prises de participation dans le capital des sociétés cotées, et notamment de prévenir les prises de contrôle dites « rampantes ».

La réglementation prévoit différentes obligations de déclaration de franchissement de seuils.

Seuils légaux (hors période d'offre publique d'acquisition)

Le régime de déclaration des franchissements de seuils a été introduit par la loi n° 85-705 du 12 juillet 1985 relative aux participations détenues dans les sociétés par actions, modifiant la loi du 24 juillet 1966 sur les sociétés commerciales. Depuis la codification de la loi du 24 juillet 1966, ces dispositions figurent aux articles L. 233-7 à L. 233-14 du code de commerce.

Face à la sophistication croissante des instruments financiers et à l'utilisation d'instruments financiers non soumis à déclaration pour prendre des participations « occultes », la législation a été ajustée à plusieurs reprises afin d'étendre les cas d'assimilation aux actions et droits de vote aux (i) instruments dérivés à dénouement en actions à l'initiative exclusive de son titulaire⁽¹⁸⁾, (ii) instruments dérivés à dénouement en espèces, ayant « *un effet économique similaire à la détention* »⁽¹⁹⁾ des actions et/ou

(18) Ord. n° 2009-105, 30 janv. 2009 relative aux rachats d'actions, aux déclarations de franchissements de seuils et aux déclarations d'intention.

(19) Recommandation 3 du rapport du groupe de travail de l'AMF sur les déclarations de franchissement de seuil de participation et les déclarations d'intention présidé par Bernard Field, oct. 2008.

des droits de l'émetteur⁽²⁰⁾ et (iii) instruments dérivés à dénouement physique⁽²¹⁾ ou en espèces ayant « *un effet économique similaire à la détention* » des actions et/ou des droits de l'émetteur⁽²²⁾.

Les autres principales modifications apportées à ce régime sont :

- l'introduction de deux nouveaux seuils de déclaration d'intention (15 % et 25 %)⁽²³⁾ ;
- la modification de la définition d'action de concert pour l'étendre aux accords pour « *obtenir le contrôle* »⁽²⁴⁾ ;
- l'introduction d'un nouveau seuil de déclaration (30 %) à la suite de l'abaissement du seuil déclenchant l'obligation de mise en œuvre d'une offre publique obligatoire⁽²⁵⁾.

À ce jour, toute personne physique ou morale agissant seule ou de concert qui vient à posséder, directement ou indirectement, un nombre d'actions représentant plus de 5 %, 10 %, 15 %, 20 %, 25 %, 30 %, le tiers, 50 %, des deux tiers, 90 % ou 95 % du capital ou des droits de vote est tenue de déclarer à l'émetteur et à l'AMF, au plus tard le quatrième jour ouvré suivant le franchissement du seuil de participation, le nombre total d'actions ou de droits de vote qu'elle possède. Cette déclaration doit être faite tant à la hausse qu'à la baisse.

En cas de franchissement des seuils de 10 %, 15 %, 20 % et 25 %, la personne soumise à déclaration doit en outre préciser ses intentions pour les six prochains mois..

Cette information est ensuite rendue publique par l'AMF⁽²⁶⁾ et l'émetteur dans les conditions définies à l'article 221-3 du règlement général AMF (ci-après « RG AMF »)⁽²⁷⁾.

Seuils légaux (période d'offre publique d'acquisition)

Pendant la période d'une offre publique d'acquisition, en application des dispositions des articles 231-46 et 231-47 du RG AMF, doivent être déclarés à l'AMF, tout accroissement de participation d'au moins 1 % du capital de la société visée par l'offre, ou d'au moins 1 % du total des titres visés autres que des actions, par toute personne, agissant seule ou de concert.

(20) L. n° 2012-387, 22 mars 2012 relative à la simplification du droit et à l'allègement des formalités administratives.

(21) À l'initiative ou non de son titulaire.

(22) Ord. n° 2015-1576, 3 déc. 2015 transposant la directive transparence.

(23) Ord. n° 2009-105, 30 janv. 2009, préc.

(24) L. n° 2010-1249, 22 oct. 2010 de régulation bancaire et financière.

(25) L. n° 2010-1249, 22 oct. 2010, préc.

(26) Article 223-14 du RG AMF.

(27) L'information relative aux déclarations de franchissement de seuil de participation constituant une information réglementée au sens de l'article 221-1 du RG AMF, elle doit faire l'objet d'une « *diffusion intégrale et effective* » (article 221-3 du RG AMF).

En outre, sans préjudice des dispositions de l'article L. 233-7 du code de commerce, toute personne, à l'exception de l'initiateur, qui viendrait à accroître sa participation d'au moins 2 % du capital de la société visée ou lors de tout accroissement de participation, si elle détient plus de 5 % du capital ou des droits de vote, doit déclarer à l'AMF les objectifs qu'elle a l'intention de poursuivre au regard de l'offre en cours. En cas de changement d'intention, une nouvelle déclaration est établie et communiquée sans délai à l'AMF.

Ces déclarations doivent être faites au plus tard le jour de négociation suivant l'opération concernée selon le modèle fourni par l'AMF.

En cas de manquement aux dispositions légales relatives aux déclarations de franchissement de seuil, l'AMF peut prononcer des sanctions pécuniaires.

Dans le cadre de l'offre initiée par XPO sur les titres de la société Norbert Dentressangle exposée ci-avant, le fonds Elliott avait souscrit pendant la période d'offre à des contrats financiers avec différentiel « *Contracts for difference* » (ci-après « CFD ») à dénouement en espèces lui donnant une exposition économique sur le titre NDSA. Ces contrats et leur dénouement en actions avaient été déclarés à l'AMF. L'AMF avait décidé d'ouvrir une enquête sur l'information financière et le marché du titre NDSA.

La commission des sanctions de l'AMF a prononcé une sanction pécuniaire d'un montant total de 20 millions d'euros à l'encontre d'Elliott sur le fondement des articles L. 233-7 du code de commerce et 231-46 et 231-47 du RG AMF pour (i) avoir produit des déclarations inexactes sur la nature des instruments dérivés acquis, ces derniers étant en fait des *equity swaps* et non des CFD et (ii) ne pas avoir déclaré immédiatement son intention d'apporter ses titres à l'offre.

Seuils statutaires - En application du III de l'article L. 233-7 du code de commerce, les statuts des émetteurs peuvent prévoir une obligation supplémentaire d'information portant sur la détention de fractions d'au moins 0,5 % du capital social ou des droits de vote ainsi que tout multiple de cette fraction.

Ces déclarations qui sont uniquement portées à la connaissance de l'émetteur lui permettent de mieux connaître son actionnariat et ainsi d'anticiper la montée potentielle de certains investisseurs.

Toutefois, l'efficacité de cette clause statutaire dépend de sa rédaction (automaticité de la sanction de la privation des droits de vote ou non, renvoi ou non aux dispositions de l'article L. 233-9 du code de commerce pour le mode de calcul).

Déclarations de franchissement de seuils des vendeurs à découvert - Les premières mesures encadrant les ventes à découvert ont été prises par l'AMF dans le contexte de la crise financière de 2008. Elle a décidé (i) d'interdire les

ventes à découvert pour lesquelles le vendeur ne disposait pas d'une couverture à 100 % des titres vendus afin « d'éviter » des transactions « *donnant ou pouvant donner lieu à des signaux faux ou trompeurs (...) sur le cours* » sur les titres des établissements de crédit et d'assurance et (ii) d'imposer aux investisseurs de déclarer les positions courtes nettes.

Les déclarations de franchissement de seuils permettent d'assurer la transparence des prises de participation dans le capital des sociétés cotées, et notamment de prévenir les prises de contrôle dites « rampantes »

À la suite de ces mesures, la loi du 22 octobre 2010 précitée, encadrant plus strictement les ventes à découvert, a doté l'AMF de pouvoirs d'urgence lui permettant de suspendre ou de restreindre les conditions de négociation des instruments financiers.

Le 1^{er} février 2011, le RG AMF a ainsi été modifié pour introduire une obligation de déclaration (à la hausse comme à la baisse) des positions courtes nettes égales ou supérieures à 0,2 %, 0,3 % ou 0,4 % du capital d'une société dont les titres sont admis aux négociations sur un marché réglementé français et de chaque palier de 0,1 % au-delà de ce seuil. Seuls les seuils excédant 0,5 %, et chaque palier de 0,1 % au-delà de ce seuil, étaient rendus public par l'AMF.

Le règlement (UE) n° 236/2012 du 12 mars 2012 sur la vente à découvert et certains aspects des contrats d'échange sur risque de crédit venant se substituer au régime national impose désormais l'obligation de déclarer toute position courte nette excédant 2 % et chaque palier de 0,1 % au-dessus de ce seuil. Il autorise en outre les autorités compétentes à interdire ou soumettre à condition, la vente à découvert, en cas d'événements ou évolutions défavorables représentant « *une menace sérieuse pour la stabilité financière ou la confiance des marchés* ».

Dans le contexte de crise sanitaire liée au Covid-19, le Président de l'AMF a, en considération des baisses de cours significatives survenues sur les marchés réglementés français, décidé d'interdire toute nouvelle création de position courte nette et toute augmentation d'une position existante sur les titres négociés sur une plateforme de

négociation établie en France et pour laquelle l'AMF est l'autorité compétente jusqu'au 18 mai 2020⁽²⁸⁾.

L'ESMA⁽²⁹⁾, considérant que les restrictions temporaires sur les ventes à découvert prises par les autorités compétentes des États membres, ne permettaient pas de parer à des menaces persistantes, a décidé d'abaisser pour une durée de trois mois les seuils de déclaration des positions courtes nettes à 0,1 %⁽³⁰⁾. Cette décision a été renouvelée à deux reprises pour des durées de trois mois, soit jusqu'au 18 décembre 2020, sauf nouveau renouvellement⁽³¹⁾.

→ Information diffusée au public

La communication d'information au public relative aux émetteurs et leurs instruments financiers est encadrée par le règlement (UE) n° 596/2014 du Parlement Européen et du Conseil du 16 avril 2014 sur les abus de marché (ci-après « Règlement MAR ») et le livre II du RG AMF, lesquels s'appliquent tant aux émetteurs qu'aux investisseurs et aux activistes.

L'information donnée au public par l'émetteur doit être exacte, précise et sincère

Les émetteurs sont tenus à une obligation de communication périodique (information financière) et permanente (information privilégiée).

De manière générale, l'information donnée au public par l'émetteur doit être exacte, précise et sincère⁽³²⁾.

Les activistes doivent s'assurer que les communications faites au public ne constituent pas, au sens du Règlement MAR, une manipulation de marché⁽³³⁾ (art. 12, 1 c) et d)), une divulgation illicite d'information privilégiée (art. 10) ou une recommandation d'investissement irrégulière (art. 20).

À titre d'exemple, nous présentons les décisions de la commission des sanctions de l'AMF à la suite des prises de participations rampantes de Wendel sur Gobain (2007) et de LVMH sur Hermès (2010), qui bien qu'elles n'impliquent pas de fonds activistes, sont intéressantes dans la mesure où elles ont amené le législateur à modifier la réglemen-

tation des déclarations de franchissements de seuils pour élargir le champ d'assimilation aux instruments dérivés à dénouement en espèces.

Dans ces affaires, Wendel et LVMH avaient eu recours à des instruments dérivés à dénouement en espèces⁽³⁴⁾, non soumis à déclaration de franchissements de seuils au moment des faits. L'AMF avait décidé d'ouvrir une enquête, compte tenu notamment de l'opacité de ces opérations et du « contournement déloyal des prescriptions destinées à garantir l'information financière indispensable au bon fonctionnement du marché et révélant ainsi une fraude à la loi ».

À la suite de ces enquêtes et après notification des griefs aux intéressés, la commission des sanctions a, par décisions des 13 décembre 2010 et du 23 juin 2013⁽³⁵⁾, prononcé une sanction pécuniaire (i) d'un montant de 1,5 millions d'euros à l'encontre de Wendel et de son dirigeant et (ii) de 8 millions d'euros à l'encontre de LVMH.

La sanction à l'encontre de Wendel et de son dirigeant était fondée sur les manquements aux obligations de porter à la connaissance du public (i) l'opération financière visant à acquérir les titres de Saint-Gobain, laquelle était susceptible d'avoir une incidence significative sur le cours dès la date à laquelle Wendel avait décidé d'acquérir les actions⁽³⁶⁾ et (ii) l'information privilégiée, ayant consisté en la mise en place d'une opération financière permettant de prendre à terme une participation substantielle dans le capital de Saint-Gobain au plus tard à la date à laquelle le conseil d'administration de Wendel avait décidé d'acquérir les actions.

La sanction à l'encontre de LVMH était quant à elle fondée, d'une part, sur le manquement à l'obligation de l'information du public d'une opération financière « pouvant affecter à plus ou moins brève échéance la liquidité du titre » Hermès et, d'autre part, sur le manquement à l'obligation de publier une information « exacte, précise et sincère », pour ne pas avoir mentionné dans ses rapports financiers « que le risque actions était presque exclusivement, voire totalement, selon les années, concentré sur un seul sous-jacent (le titre Hermès) ».

→ Opérations d'initiés

L'opération d'initié (ou manquement d'initié avant la réforme des abus de marché opérée par le Règlement MAR) désigne⁽³⁷⁾ le fait pour une personne détenant une information privilégiée d'utiliser cette information (i) pour

(28) Décisions AMF des 16 et 17 mars 2020 et 7 et 14 avril 2020.

(29) *European Securities and Markets Authority*.

(30) Déc. (UE) 2020/525, 16 mars 2020.

(31) Déc. (UE) 2020/1123, 10 juin 2020 et Déc. (UE) 2020/1689, 16 sept. 2020.

(32) Article 223-1 du RG AMF.

(33) La diffusion d'informations fausses ou trompeuses peut constituer une manipulation ou une tentative de manipulation d'instruments financiers.

(34) « *Total Return Swaps* » dans le cas de Wendel et « *Equity Linked Swaps* » dans le cas de LVMH, contrats initialement conclus à dénouement exclusivement en espèces puis modifiés par avenant pour opter pour un dénouement physique.

(35) SAN-2011-02 et SAN-2013-15.

(36) Article 223-6 du RG AMF.

(37) Au sens de l'article 8 du Règlement MAR.

acquérir ou céder des instruments financiers auxquels cette information se rapporte, annuler ou modifier un ordre passé avant qu'elle ne détienne cette information ou (ii) recommander à une autre personne de réaliser ces mêmes opérations. L'utilisation de cette recommandation ou incitation par cette personne constitue également une opération d'initié, dès lors qu'elle savait ou qu'elle aurait dû savoir qu'elle était basée sur une information privilégiée.

Dans une affaire similaire à l'OPAS sur les titres NDSA ci-avant exposée, alors que la société Eiffarie, détenant 74,7 % du capital de la société Autoroutes Paris Rhin Rhône (ci-après « APRR »), avait déposé le 26 février 2006 un projet de garantie de cours visant la totalité des titres non détenus par elle, Elliott était venu compromettre la demande de retrait de l'initiateur en acquérant sur le marché 7,01 % du capital social et des droits de vote.

De la même manière qu'avec XPO, après des négociations infructueuses en 2008 et 2009, de nouvelles négociations ont été engagées entre Elliott et Eiffarie en 2010 aux termes desquelles les parties ont trouvé un accord sur le prix.

Malgré les chances de succès des négociations et malgré la « muraille de Chine » mise en place par la société gestionnaire du fonds entre l'équipe chargée de la gestion de sa participation (Elliott Advisors) et de sa cession éventuelle et celle chargée de l'acquisition des titres APRR, équipe de trading (Elliott Management), le fonds Elliott avait continué à acquérir des actions APRR sur le marché.

Le 2 novembre 2010, le secrétaire général de l'AMF a, au vu des échanges importants de titres APRR préalablement à la cession, lancé une enquête sur le marché du titre APRR. À l'issue de cette enquête, le président de l'AMF a notifié à Elliott Advisors et Elliott Management les manquements reprochés : manquement d'initié et manipulation de cours.

Par décision du 25 avril 2014⁽³⁸⁾, la commission des sanctions de l'AMF, considérant que « l'information relative à l'existence de négociations en vue de la vente par le Fonds Elliott de sa participation dans le capital d'APRR revêtait, à compter du 27 mai 2010 et jusqu'à la date du 16 juin 2010 où la cession a été rendue publique, les caractéristiques d'une information privilégiée », a infligé à Elliott Advisors et Elliott Management Corporation une sanction pécuniaire d'un montant pour chacune d'elle, de 8 millions d'euros pour manquement à l'obligation d'abstention d'utilisation de l'information privilégiée.

(38) SAN-2014-03.

Propositions visant à renforcer l'encadrement de l'activisme actionnarial

Face à la montée des campagnes activistes en Europe (+33 %⁽³⁹⁾ entre 2017 et 2019), dont certaines jugées comme « agressives » en France, les acteurs de marchés, leurs organisations représentatives et les pouvoirs publics ont publié courant 2019 des rapports formulant des recommandations visant à encadrer les comportements des activistes considérés comme susceptibles de porter atteinte au bon fonctionnement des marchés financiers⁽⁴⁰⁾.

L'AMF a examiné ces rapports et, tout en considérant que « le cadre juridique actuel n'appelle pas d'évolution majeure »⁽⁴¹⁾, formule quelques propositions.

Il ressort de ces rapports les principales recommandations suivantes qui s'articulent autour de trois thèmes : la transparence de l'actionnariat, l'asymétrie des règles de communication financière, et le renforcement des pouvoirs et moyens de l'AMF.

Transparence de l'actionnariat

Il est notamment proposé :

- d'instaurer un nouveau seuil légal de déclaration à 3 % du capital ou des droits de vote, qui pourrait s'appliquer soit à l'ensemble des émetteurs, soit pour les émetteurs dépassant un certain niveau de capitalisation ;
- de renforcer les sanctions en cas de non-déclaration à la hausse comme à la baisse ;
- d'imposer aux émetteurs de rendre publique sur leur site internet les déclarations de franchissements de seuils statutaires ;
- d'appliquer aux déclarations de franchissement de seuils statutaires les mêmes règles de calcul que pour les seuils légaux ;
- d'étendre au bénéfice de l'émetteur l'obligation des déclarations de franchissement de seuils des positions courtes, qui à ce jour ne sont portées qu'à la connaissance de l'AMF ; et
- de compléter les déclarations de positions courtes nettes de l'ensemble des instruments et titres finan-

(39) 2019 "Review of the shareholder activism" Lazard's shareholder advisory group.

(40) Rapport du 2 octobre 2019 déposé à l'assemblée nationale par la commission des finances, de l'économie générale et du contrôle budgétaire en conclusion des travaux d'une mission d'information relative à l'activisme actionnarial (« Rapport Woerth ») ; Rapport « activisme actionnarial » de novembre 2019 publié par un commissaire ad hoc, Club des Juristes ; Rapport AFEP de décembre 2019 et rapport du 9 janvier 2020 en deux volets intitulés « Des actionnaires responsables » et « Gouvernance actionnariale et pratiques de marché » du groupe de travail de Paris Europlace.

(41) Communication de l'AMF sur l'activisme actionnarial – Avr. 2020.

ciers de toute nature concourant à l'exposition économique de l'émetteur.

L'AFEP et l'AMF considèrent que l'instauration d'un nouveau seuil de déclaration (3 %) serait trop contraignante pour le marché et pourrait réduire l'attractivité de la place de Paris. En outre, la portée d'une telle mesure serait limitée, les activistes communiquant volontiers sur leur entrée au capital.

Asymétrie des règles de communication financière

Le lancement d'une campagne activiste vis-à-vis d'un émetteur peut déstabiliser l'émetteur qui se trouve démuni face à ces attaques « surprises », notamment lorsqu'elles interviennent pendant les périodes de fenêtres négatives.

Pour rétablir un équilibre entre l'émetteur et l'activiste, il ressort des rapports précités les propositions suivantes :

- imposer à l'activiste de transmettre simultanément à l'émetteur, toute communication publique le mettant en cause ;
- renforcer la transparence des communications des activistes ; toute communication devrait notamment préciser la détention du capital de l'émetteur, les intentions de l'activiste et, le cas échéant, l'existence de conflit d'intérêt ;
- permettre aux émetteurs de répondre rapidement aux attaques activistes par voie de presse et, notamment lors des fenêtres négatives.

S'agissant de la dernière proposition, l'AMF, dans sa recommandation d'avril 2020, après avoir rappelé que sa position-recommandation 2016-08⁽⁴²⁾ n'a pas pour objet d'interdire aux émetteurs de communiquer pendant les

fenêtres négatives, amendera sa doctrine, « pour préciser que, sous réserve de la réglementation relative aux abus de marché, les émetteurs peuvent apporter toute information nécessaire au marché, y compris pendant les périodes de fenêtres négatives, en réponses à des déclarations publiques les concernant ».

Renforcement des pouvoirs et moyens de l'AMF

Compte tenu des délais d'enquête de l'AMF, le rapport Woerth⁽⁴³⁾ propose notamment d'introduire une « procédure de référé » permettant aux émetteurs de saisir directement l'AMF, en cas de situation d'urgence.

L'AMF dans sa communication d'avril 2020 considère que l'instauration de cette procédure ne serait pas adaptée dans la majorité des situations impliquant des activistes.

En revanche, elle formule les propositions suivantes :

- doter l'AMF un pouvoir d'astreinte en matière d'injonction administrative ;
- permettre à l'AMF d'ordonner à tout investisseur ayant une exposition sur les titres d'un émetteur de procéder à des publications rectificatives ou complémentaires dans le cas où des inexactitudes ou des omissions auraient été révélées dans ses déclarations publiques ; et
- en période d'offre publique, étendre aux actionnaires (ainsi qu'à leurs représentants et mandataires) de l'initiateur ou de la société visée, les obligations prévues à l'article 231-36 du RG AMF.

Malgré la pression des émetteurs et de leurs organisations représentatives pour renforcer l'encadrement de l'activisme, nous n'anticipons pas de profonde réforme de la réglementation actuelle et ce, notamment pour ne pas nuire à l'attractivité de la place de Paris. À suivre.... ■

(42) Guide de l'information permanente et de la gestion de l'information privilégiée.

(43) V. note 41.