

DROIT DES MARCHÉS FINANCIERS

La prise en compte des “intérêts économiques” dans l’utilisation des droits de vote



Hubert de Vauplane

Directeur juridique
Calyon,
Université Paris II
Panthéon-Assas *

Les assemblées d’actionnaires peuvent être fragilisées par l’exercice de droits de vote issus d’opérations opportunistes de transfert temporaire de propriété de titres. Les régulateurs français et britanniques sont mobilisés sur cette question, notamment au travers de la transposition en cours de la directive Transparence.

L’heure n’est plus aux montages financiers “tordus” permettant d’éviter certaines obligations réglementaires lors de prises de participations minoritaires dans des sociétés cotées. Les régulateurs boursiers, en France mais aussi dans de nombreux autres pays, semblent clairement vouloir percer le mur de la propriété juridique de la détention des titres pour aller chercher le titulaire économique des titres et en particulier des droits de vote. L’idée est de mieux appréhender la réalité tant juridique qu’économique de la détention du capital et des droits de vote des sociétés cotées, et ce au nom de la transparence. Si ce phénomène constitue depuis longtemps l’un des fils directeurs du droit boursier, la nouveauté vient de la prise en compte des produits dérivés et des opérations de transfert temporaire de propriété de titres. En effet, voilà déjà de nombreuses années que les opérateurs ont compris tout l’intérêt de recourir à de tels produits comme les *total return swaps*, les *forwards* ou

opérations de pensions livrées ou de prêts de titres afin, en toute légalité, de différer, de restreindre ou même d’échapper à certaines obligations déclaratives, comme en matière de franchissement de seuil, voire même aux conséquences d’une action de concert. Tel ne semble plus être le “sens de l’histoire”. Plusieurs initiatives récentes en témoignent.

UNE LECTURE NOUVELLE DE LA NOTION DE CONCERT PAR L’AMF

En France, tout d’abord, avec les évolutions récentes de la jurisprudence de l’AMF sur la notion d’action de concert ou les réflexions de place sur l’élargissement du franchissement de seuil à la suite du rapport Mansion [1]. Depuis sa décision du 26 juin 2007 (affaire Sacyr/Eiffage), l’AMF a apporté une lecture nouvelle de la notion de concert dont la preuve peut être apportée, selon le régulateur, par la seule méthode du faisceau d’indices, même en l’absence de contrat ou de pacte écrit. Certes, le

droit positif prévoyait déjà la possibilité de recourir par des éléments factuels autres que le contrat pour établir l’existence d’une action de concert. La nouveauté réside ici sur le fait que c’est sur la base des seuls comportements d’individus que l’action de concert a été dégagée par l’AMF : les critères de “l’achat économiquement non rationnel”, de “l’achat non cohérent” au moyen de “leur économie”, “des niveaux jamais atteints” seraient ainsi révélateurs de la réunion d’indices permettant à l’AMF de fonder son intime conviction et de qualifier de concert un ensemble d’éléments et d’indices. On sait que la décision prise par l’AMF, fortement contestée et non seulement par une partie des protagonistes mais aussi par la doctrine juridique du fait de l’incertitude que fait peser sur les opérateurs une qualification aux conséquences aussi graves issues de seuls comportements, fait l’objet d’un recours en annulation devant la cour d’appel de Paris qui doit se prononcer dans les prochains jours.

* Les propos exprimés par l’auteur n’engagent que ce dernier et ne sauraient constituer une opinion de Calyon ou du groupe Crédit Agricole.

Une autre décision récente de l'AMF du 13 décembre 2007 (affaire Gécina/Metrovacesa) s'inscrit dans cette évolution du droit boursier qui s'attache plus aux comportements des intervenants qu'aux éléments strictement juridiques de l'opération en précisant notamment les éléments pouvant caractériser la "mise en œuvre d'une politique commune" afin de qualifier un concert.

UN ÉLARGISSEMENT DU PÉRIMÈTRE DE L'OBLIGATION DÉCLARATIVE

Parallèlement à cette évolution de la position de l'AMF, des réflexions sont menées sur un élargissement du périmètre de l'obligation déclarative liée au franchissement de seuils. Le rapport Mansion, récemment publié par l'AMF (janvier 2008), participe à ce mouvement. Se concentrant sur les opérations de cessions temporaires de titres en période d'assemblée générale des actionnaires, les auteurs du rapport estiment qu'"il convient, sans interdire ces opérations, d'empêcher l'utilisation du prêt de titres dans le seul but de mener une action ponctuelle à l'égard de la société" et qu'à cet égard, la sanction devra être "assez forte pour être dissuasive, mais également ne pas conduire à ne pas multiplier les risques d'annulation d'assemblées". Là encore, ce qui guide en filigrane les auteurs du rapport, c'est l'approche économique des opérations de transfert temporaire de propriété où les droits de vote peuvent "circuler", au gré de ce que prévoient les contrats

« Une autre décision récente de l'AMF du 13 décembre 2007 s'inscrit dans cette évolution du droit boursier qui s'attache plus aux comportements des intervenants qu'aux éléments strictement juridiques de l'opération. »

1. DÉCLARATION DES EXPOSITIONS ÉCONOMIQUES

La réponse du droit positif français

■ En France, le droit positif permet déjà de répondre, mais en partie seulement, à cette problématique. Ainsi, l'article L. 233-9-8° du Code du commerce conduit à informer le marché toutes les fois où une personne a une influence sur les droits de vote des actions détenues par une autre personne, même si le terme "procurator" utilisé

par le législateur ne permet pas de viser toutes les situations, notamment celles d'un dérivé action sous forme de règlement par différentiel. De même, l'article L. 233-9-4° du même code oblige à déclarer au marché les opérations toutes les fois où une personne a la possibilité d'acquérir des actions "à sa seule initiative".

de prêts de titres, de pensions livrées ou de rémérés, et, par là même, fragiliser les assemblées d'actionnaires par la participation de "titulaires" de droits de vote du seul fait de la mise en œuvre d'opérations de cessions temporaires. Ces "actionnaires d'un jour" peuvent ainsi influencer, parfois fortement, les assemblées d'actionnaires.

L'INITIATIVE DU FSA BRITANNIQUE

À l'étranger, on relèvera les initiatives en Angleterre et en Australie, par le Financial Services Authority (FSA) et l'Australian Takeover Panel. L'objectif de ces initiatives est également d'élargir les obligations de disclosure aux expositions économiques. L'hypothèse de base pour ces deux régulateurs est la suivante : un détenteur d'une "pure" exposition économique est en situation privilégiée (*privileged position/strong position*) pour acquérir les actions détenues par la banque au titre de sa couverture lors du déboucement. Pour en rester au cas du FSA, celui-ci s'interroge (FSA Consultation Paper 07/20, *Disclosure of contract for difference*) sur la nécessité de divulguer au marché certains types de produits dérivés sur actions qui sont négociés sous forme de "règlement par différence" (*cash settled*) c'est-à-dire sans livraison physique des actions sous-jacentes

au produit dérivé. Il s'agirait de faire porter à la connaissance du marché et de l'émetteur les intérêts économiques de taille substantielle. L'analyse du FSA est intéressante : constatant que le marché boursier britannique (le seul objet de son étude) voit plus de 30 % des opérations sur instruments financiers à terme avec sous-jacents actions sous forme de règlement par différentiel, il estime devoir s'interroger sur la portée et l'influence de ces opérations vis-à-vis de l'utilisation des droits de vote, du fait que l'acheteur de la position soit dispose en fait de ces droits de vote, soit qu'il bénéficie d'un droit d'acquisition sur les titres détenus en "delta" (c'est-à-dire en couverture) par le vendeur.

TROIS SOLUTIONS EN COURS DE CONSULTATION

Le FSA propose ainsi trois solutions qu'il propose en consultation :

- la première est le maintien du dispositif actuel sur les franchissements de seuils, c'est-à-dire le statu quo ;
- la deuxième option consiste en un renforcement du dispositif sur les franchissements de seuil pour appréhender toutes les situations. Dans cette option, les opérations sous forme de produits dérivés par règlement de différentiel (au-delà toutefois d'un certain seuil) devraient être déclarées, sauf si la documentation contractuelle prévoit des clauses spécifiques écartant le risque d'influence par l'acheteur sur le vote ou le titre ;
- la troisième solution proposée réside dans une divulgation généralisée pour les seules expositions économiques (au-delà d'un certain seuil toujours), quelles qu'en soient les modalités.

Cette consultation a fait l'objet de nombreuses discussions outre-Manche. Ainsi, l'ISDA a indiqué préférer la première option, tout en laissant entendre que la deuxième pouvait être justifiée dans la mesure où celle-ci prévoit une cause d'exemp-

2. ITALIE ET SUISSE

Initiatives européennes

■ En Italie, un cas récent (janvier 2008) de la CONSOB avec la banque Merrill Lynch (sanctions financières à l'encontre de deux dirigeants de la banque pour défaut de déclaration de franchissement de seuil) a conduit à ouvrir un débat dans le cadre de la transposition de la directive Transparence. Il est question, tout comme en Grande-Bretagne, d'élargir les obligations déclaratives liées au franchissement de seuils aux expositions écono-

miques supérieures à 5 % du capital/droit de vote. Autre cas récent, en Suisse où la Swiss Federal Banking Commission (EBK) a considéré (mars 2008) que l'utilisation de *contracts for difference* par le *hedge fund Laxey Partners*, en vue de constituer secrètement une participation significative dans une société, constituait une violation des règles en matière de communication et d'information financières.

tion (*safe harbour wording*). De leur côté, les émetteurs anglais réunis au sein de l'ABI (Association of British Issuers) ont marqué leur préférence pour une règle qui adopterait le seuil de 3 % de la seconde option, mais le champ d'application généralisé de la troisième.

LA TRANSPPOSITION DE LA DIRECTIVE TRANSPARENCE

Quel sens donner à ces évolutions ? Très certainement une prise en compte plus affirmée des situations ou montages à base de produits complexes afin d'améliorer la transparence des marchés, ce dont on peut se réjouir, si bien sûr tout ceci ne conduit pas à une sur-transparence (c'est-à-dire à ce que les informations fournies au marché soient tellement complexes qu'il ne soit plus possible de s'y retrouver dans qui détient quoi) ! Pour en rester au niveau européen, le mouvement mentionné ici s'inscrit dans le cadre de la transposition de la directive transparence (8 mars 2007). Celle-ci doit être transposée dans la loi de modernisation de l'économie ; cette directive de

niveau 2 prévoit bien dans son article 11.1 d'appréhender les situations issues des produits financiers complexes (dérivés actions structurés en particulier) afin d'imposer des obligations déclaratives aux utilisateurs de ces produits. Le problème est que cette directive de niveau 2 laisse apparaître des niveaux de transposition hétérogènes selon les pays, tout au moins dans la manière dont il s'agit de traiter le cas des situations complexes. En effet, la directive Transparence ne vise que le seul cas des détentions "physiques" de participation (actuelles et potentielles : la directive mentionne le "droit d'acquérir des actions"), et non des détentions "économiques", par exemple sous forme de produits dérivés. Certains régulateurs se demandent alors si une meilleure transparence ne devrait pas conduire à déclarer également les "expositions économiques", purement notionnelles, c'est-à-dire les opérations sur actions sous forme d'instruments financiers à terme avec règlement par différentiel. Cette volonté d'extension serait justifiée par le "pouvoir" qu'exerce le PSI sur la couverture de l'instrument à terme. La réflexion initiée par ces

“ Cette directive de niveau 2 laisse apparaître des niveaux de transposition hétérogènes selon les pays, tout au moins dans la manière dont il s'agit de traiter le cas des situations complexes. ”

régulateurs (au premier desquels il convient de placer le FSA) part du constat que les intervenants agissant comme contrepartie de ces dérivés peuvent, dans une certaine mesure, détenir un "contrôle", ou à tout le moins exercer une influence, sur les actions de couverture acquises pour compte propre par la banque ; par exemple, en demandant aux prestataires d'"exercer" les droits de vote ou en donnant à ce dernier des instructions quant à l'utilisation de ces droits de vote (encadré 1).

UNE ÉPOQUE NOUVELLE

En conclusion, et quelles que soient les manières dont la directive Transparence sera transposée (encadré 2), l'on peut, sans risque de trop se tromper, considérer que les régulateurs boursiers porteront désormais une attention plus importante aux opérations conduisant à déconnecter la propriété juridique de l'exposition économique, tout comme celles consistant à permettre d'exercer une influence sur le vote par le recours à des techniques contractuelles complexes. Cette "mise sous surveillance" des montages complexes conduira les régulateurs à sanctionner les cas d'opérations les plus contraires à l'esprit de transparence.

C'est donc une époque nouvelle qui s'ouvre pour les acteurs utilisant les produits dérivés dans leurs opérations sur le capital des sociétés cotées, celle d'une transparence au-delà de la seule situation juridique pour intégrer l'exposition économique. Il convient dès lors d'intégrer cette nouvelle donne dans les opérations. ■

[1] Rapport sur la participation des actionnaires aux assemblées générales, 2006, Yves Mansion, Membre du collège AMF.