

Franchissement de seuils et intérêts économiques

POURQUOI L'INFORMATION SÉPARÉE S'AVÈRE PLUS PERTINENTE QUE L'ASSIMILATION



STÉPHANE PLAIS

Responsable juridique dérivés actions structurés
Crédit Agricole Corporate and Investment Bank

En octobre 2008, la Financial Services Authority (FSA) a publié un *consultation paper*¹ présentant ses nouvelles règles en matière de franchissement de seuils et d'intérêts économiques : depuis le 1^{er} juin 2009, les intérêts économiques, qui intègrent en particulier les *contracts for difference* (CFD) doivent être agrégés aux détentions physiques pour déterminer si un seuil de participation dans une société cotée à Londres a été franchi. Parallèlement, en France, le gouvernement a adopté une ordonnance le 30 janvier 2009 prise dans le cadre de la LME du 4 août 2008 décidant, au contraire, de ne pas agréger les intérêts économiques. Ceux-ci font l'objet depuis le 31 octobre 2009 d'une simple information séparée. Est-ce la bonne méthode ?

Deux pays, deux méthodes. Angleterre et France ont choisi de traiter différemment les intérêts économiques. Dans l'un, les intérêts économiques doivent être agrégés aux détentions physiques, tandis que dans l'autre, le système de l'information sépa-

rée a été préféré... Pourquoi la démarche adoptée diffère entre ces deux pays ? Selon nous, même si le droit positif français pouvait, en l'état, répondre aux attentes de transparence recherchées, l'information séparée est une réponse adaptée sur le plan juridique à la problématique de la déclaration des intérêts économiques. La Commission européenne, dans sa recherche d'une harmonisation des régimes, pourrait d'ailleurs, elle aussi, s'appuyer sur l'information séparée comme l'a fortement suggéré un rapport de l'European Securities Markets Expert Group publié en novembre 2009 (le rapport ESME)².

Revenons brièvement sur les circonstances et les instruments financiers visés afin de mieux appréhender la teneur des débats.

Le contexte

Une succession d'affaires

Les réflexions des régulateurs anglais et français ont été indiscutablement influencées par un certain nombre d'affaires à travers le monde. Plus particulièrement pour les affaires les plus retentissantes, en Australie, en Suisse, en Italie, en Allemagne ou encore aux États-Unis, où des investisseurs sont apparus au capital de sociétés pour des tailles substantielles d'une manière très soudaine sans avoir fait fonctionner les « clignotants » que constituent en principe les déclarations successives de franchissement de seuils. On a parlé de prises de contrôle « rampantes ». Nous ne reviendrons pas en détail sur ces affaires largement développées dans la presse au moment des faits. Celles que l'on évoque le plus souvent sont Implemia

Les propos exprimés par l'auteur n'engagent que ce dernier et ne peuvent être considérés comme représentant la position de Crédit Agricole Corporate and Investment Bank.

1. Financial Services Authority – Disclosure of Contracts for Difference – Consultation Paper, 08/17 (le CP 08/17). Consultable sur : www.fsa.gov.uk/pubs/cplcp08_17.pdf

2. Ce rapport est intitulé « Views on the issue of transparency of holdings of cash settled derivatives », il est consultable sur : http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/esme/jdcash_en.pdf. Rappelons que l'ESME a été institué par la Commission européenne en mars 2006 « pour suivre la façon dont les directives européennes sur les valeurs mobilières sont concrètement mises en œuvre, apprécier si ces directives produisent les résultats attendus et, le cas échéant, proposer des modifications » (extrait du communiqué du 30 mars 2006).

(Suisse), Fiat (Italie) ou CSX (États-Unis). Le sentiment général qui en est ressorti est une véritable suspicion à l'égard des instruments financiers qui avaient été utilisés pour ces montées au capital discrètes. Ces instruments procurant à leur acheteur un intérêt économique ont été perçus comme des produits très sophistiqués imaginés par les praticiens dans le seul but de contourner les règles de déclaration de franchissement de seuils. Autant dire que le climat en 2007, début 2008, époque où les régulateurs anglais et français ont initié leur réflexion, était celui d'une véritable « chasse aux sorcières ».

Rappels sur les instruments incriminés

Parmi ces instruments, nous avons évoqué les CFD, très présents sur le marché anglais, mais d'une manière générale, il s'agit des instruments financiers à terme (ou dérivés) dont le sous-jacent est une action et dont le dénouement à l'échéance est purement monétaire. L'acheteur d'un tel instrument n'a, à aucun moment, le droit d'acquérir l'action sous-jacente, il ne fait que s'exposer économiquement à l'action considérée. Il en perçoit les « flux » positifs – dividendes et hausse du cours de l'action –, tout en s'exposant à payer les « flux » négatifs – baisse du cours de l'action. Le vendeur (une banque, prestataire de services d'investissements – PSI), pour couvrir sa position dans le cadre d'une gestion classique en delta neutre, doit acheter les actions. Dans le jargon financier, on parle de dérivés « delta 1 »³.

Les techniques utilisées par les protagonistes des affaires évoquées plus haut pour permettre à l'acheteur censé prendre une exposition économique purement monétaire de « mettre la main » sur les actions sous-jacentes sont au nombre de deux :

- quelques jours avant l'échéance, le dérivé à dénouement monétaire fait l'objet d'un avenant pour permettre à l'acheteur de se faire livrer les actions achetées par le PSI en lieu et place du paiement des « flux » positifs ou négatifs décrits plus haut (technique utilisée dans l'affaire Fiat) ;

- à l'échéance, le vendeur, au lieu de céder sa couverture dans le marché, la livre en bloc à l'acheteur (technique utilisée dans l'affaire Implenla).

Autre technique, moins fréquente : l'acheteur influence le vote. L'acheteur ne cherche pas, dans ce cas de figure, à se faire livrer les actions *in fine*, mais se limite à faire pression sur la banque vendeuse de l'instrument pour voter dans un sens donné à l'assemblée générale avec ses actions détenues en couverture.

La sophistication de ces produits est toute relative. Ils sont d'une pratique très courante et assez ancienne sur le marché des dérivés actions. Le rapport ESME rappelle d'ailleurs les nombreuses raisons qui ont poussé les praticiens à développer ces instruments depuis le début des années 1990 (la plus connue étant l'absence de paiement d'un *stamp duty* s'agissant des actions anglaises)⁴. Ce qui est nouveau, indéniablement, c'est leur utilisation détour-

née par certains praticiens usant de l'une des techniques citées. Détournement qui, sur le plan de l'analyse juridique, peut avoir de lourdes conséquences. Pour faciliter notre propos, nous nommerons ces techniques les « utilisations détournées ».

La démarche anglaise

En novembre 2007, la FSA a soumis à consultation publique un *consultation paper*⁵ qui présentait pour l'essentiel deux options pour le traitement des CFD :

- un système d'agrégation des CFD sauf si le détenteur de l'instrument s'engage vis-à-vis de sa contrepartie (un PSI) à ne pas exercer d'influence sur l'émetteur (en demandant par exemple au PSI, qui détient les actions en couverture, de voter à une assemblée dans un sens donné) et/ou ne pas tenter de se faire livrer les actions sous-jacentes à l'échéance, de tels engagements permettant à l'acheteur de bénéficier d'une présomption de « pure » exposition économique, en anglais d'un *safe harbour* ;

- un système d'agrégation généralisée des CFD, c'est-à-dire une assimilation des dérivés actions à dénouement monétaire avec les détentions physiques d'actions.

Sur la base des réponses à la consultation publique, la FSA a décidé d'opter pour un système d'agrégation des CFD. Cette position s'avère quelque peu surprenante à la lumière des arguments exposés dans le CP 08/17⁶.

Tout d'abord, la FSA, après avoir écarté le système reposant sur un *safe harbour* (trop compliqué) reconnaît que deux axes se dégagent des 60 réponses reçues, l'un en faveur d'un *statu quo* – ne prévoir aucune déclaration pour les CFD – et l'autre en faveur du système d'agrégation des CFD : « *There was no single option that had the broad support of the market* »⁷. On pouvait donc s'attendre à ce que la FSA se prononce pour une voie médiane, en l'occurrence, une déclaration des CFD, mais dans une « poche » séparée (non agrégée aux actions détenues par le déclarant) au-delà d'un seuil à déterminer. C'est d'ailleurs ce système qui avait initialement les faveurs de la FSA dans son CP 07/20⁸. L'argument invoqué par la FSA contre ce système de l'information séparée (représentant un courant majoritaire constaté dans les réponses à la consultation publique) est qu'un tel régime aurait pu permettre à un investisseur de constituer une position de pratiquement 8 % sans aucune déclaration (3 % en détention physique, premier seuil légal, et 5 % en exposition économique, seuil proposé dans le CP 07/20⁹). À la lumière des pourcentages impliqués dans les affaires litigieuses (souvent plus de 20 %), l'argument ne nous semble pas très convaincant. Par ailleurs, une manière simple de contourner en grande partie ce problème aurait été pour la FSA de proposer un seuil plus bas, 3 % par exemple. Ainsi, un investisseur n'aurait pu s'expo-

3. Pour une présentation du concept de gestion en delta neutre, V. S. Plais, « Franchissement de seuils : doit-on prendre en compte les « intérêts économiques » ? », « Mélanges AEDBF-France V », Revue Banque Édition, 2008.

4. V. point 4.2 du rapport ESME.

5. Financial Services Authority – Disclosure of Contracts for Difference – Consultation Paper, 07/20 (le CP 07/20). Consultable sur : www.fsa.gov.uk/pubs/cp/cp07_20.pdf

6. La FSA a présenté sa position dans un premier temps par voie de communiqué en juillet 2008. Consultable sur : www.fsa.gov.uk/pubs/cp/cp07_20_update.pdf

7. CP 08/17, & 1.14.

8. CP 07/20, & 5.58 confirmé par CP 08/17 § 3.28.

9. V. CP 08/17, our response, p. 16.

ser économiquement sur un émetteur pour plus de 3 % sans en informer le marché.

Ensuite, et surtout, la décision de la FSA nous semble quelque peu contradictoire avec son analyse en termes de *market failure*¹⁰ : dans la mesure où l'étude menée par la FSA en 2007 constate que la grande majorité des CFD ne constitue pas des *substitutes for the shares* – des instruments permettant à l'acheteur d'avoir une influence sur l'émetteur –, leur déclaration systématique n'apporterait rien à la transparence des marchés : « *We disagree that increased transparency alone would justify further disclosure of CFD*¹¹ ». Compte tenu de ce constat, et afin de prendre en compte les quelques situations où les CFD sont effectivement utilisés afin de permettre à l'acheteur d'avoir une influence sur l'émetteur (cas d'utilisations détournées évoqués en préambule), il nous semble qu'une simple information séparée des CFD aurait permis d'atteindre l'objectif de transparence.

Les arguments mis en avant pour écarter le mécanisme de l'information séparée au profit d'une assimilation des CFD ne nous convainquent donc pas totalement. De plus, après le travail très fouillé réalisé dans le CP 07/20, on aurait pu s'attendre de la part de la FSA à une analyse de même niveau dans le *consultation paper* où elle présente ses décisions, le CP 08/17. Et ceci d'autant plus que les options finalement retenues sont radicalement différentes de celles qui avaient son soutien initialement.

En particulier, on peut regretter que la FSA n'ait pas creusé la piste des conséquences juridiques liées aux utilisations détournées. En effet, le fait qu'un PSI accepte de voter aux assemblées générales dans le sens indiqué par sa contrepartie et/ou de livrer en bloc les actions détenues en couverture au moment du déboucement du dérivé confine, comme la plupart des commentateurs ont pu le faire remarquer, à une action de concert¹². L'analyse aurait méritée d'être menée. Les conséquences d'une qualification d'agissements de concert peuvent être telles que le régulateur anglais aurait peut-être adopté une approche plus souple. Approche que la France n'a pas hésité à prendre, en refusant d'assimiler les dérivés à dénouement monétaire.

La démarche française

L'ordonnance du 30 janvier 2009¹³ (l'« ordonnance ») a introduit le concept d'intérêt économique dans le régime des franchissements de seuil : depuis le 31 octobre 2009, une personne déclarant le franchissement d'un seuil légal doit mentionner dans sa déclaration « les actions déjà émises sur lesquelles porte tout [...] instrument financier [...] réglé exclusivement en espèces et ayant pour cette personne un effet économique similaire à la possession desdites actions »¹⁴.

Les intérêts économiques ne feront donc l'objet que d'une information séparée à l'occasion d'un franchissement de seuil légal. Ils n'auront pas à être pris en compte, comme c'est désormais le cas en droit anglais, pour déterminer si un seuil de participation a été dépassé.

Comment peut-on expliquer cette position mesurée des rédacteurs de l'ordonnance ? On sait que les mesures de l'ordonnance, prises dans le cadre de la loi de modernisation de l'économie du 4 août 2008¹⁵, avaient pour objectif de transposer la directive transparence du 15 décembre 2004¹⁶ et, plus particulièrement, sa directive d'application du 8 mars 2007¹⁷, mais aussi de prendre en considération les propositions du rapport du groupe de travail présidé par Bernard Field mis en place par l'Autorité des marchés financiers (AMF) en avril 2008¹⁸ (le rapport Field). L'explication ne se trouve pas dans la directive d'application puisque ce texte ne vise clairement que les instruments dont la modalité d'exécution est la livraison. Le rapport Field traite bien, lui, des expositions économiques, mais adopte une « position dure » en s'alignant sur la position de la FSA. Il recommande en effet l'agrégation des instruments financiers à terme à dénouement monétaire aux actions détenues (recommandation 3 du rapport).

Les raisons du choix des rédacteurs de l'ordonnance pour une information séparée des expositions économiques ne sont pas clairement établies. Comme un auteur l'a souligné, les conditions de préparation de cette ordonnance, comme toute ordonnance, restent quelque peu « opaques »¹⁹. À notre avis, ce choix pourrait être lié, en bonne partie, aux réponses aux recommandations du rapport Field qui a été soumis à consultation publique²⁰. En effet, la synthèse de ces réponses fait ressortir que, s'agissant de la recommandation d'assimiler les instruments dénouables en numéraire, les participants sont « partagés ». Il est probable, par ailleurs, que les réponses apportées à la consultation publique lancée par

d'actions » sont précisés à l'article 223-14 III 3° du Règlement général de l'AMF : constitue un tel instrument « tout instrument financier qui [...] procure une position longue sur les actions [...] ». Les termes de « position longue » sont usuels dans le vocabulaire financier mais sont pour le moins vagues sur le plan juridique.

15. L'article 152 de la loi de modernisation de l'économie du 4 août 2008 (Loi n° 2008-776 du 4 août 2008 de modernisation de l'économie, JO du 5 août 2008) a habilité le gouvernement à réformer le « régime de l'information sur les participations significatives dans les sociétés cotées et les déclarations d'intention » ainsi qu'à adapter la législation au droit communautaire en vue de « transposer la directive 2007/14/CE de la Commission, du 8 mars 2007, portant modalités d'exécution de certaines dispositions de la directive 2004/109/CE sur l'harmonisation des obligations de transparence concernant l'information sur les émetteurs dont les valeurs mobilières sont admises à la négociation sur un marché réglementé ».
16. Directive 2004/109/CE du parlement européen et du conseil du 15 décembre 2004 sur l'harmonisation des obligations de transparence concernant l'information sur les émetteurs dont les valeurs mobilières sont admises à la négociation sur un marché réglementé et modifiant la directive 2001/34/CE.
17. Directive 2007/14/CE de la Commission du 8 mars 2007 portant modalités d'exécution de certaines dispositions de la directive 2004/109/CE sur l'harmonisation des obligations de transparence concernant l'information sur les émetteurs dont les valeurs mobilières sont admises à la négociation sur un marché réglementé.
18. V. Communiqués de presse de l'AMF des 7 avril et 23 octobre 2008, consultables sur le site de l'AMF. Le rapport Field est consultable également sur ce site.
19. V. A. Viandier, « La réforme du régime des franchissements de seuils et des déclarations d'intention par l'ordonnance n° 2009-105 du 30 janvier 2009 », *La Sem. Jur., Ed. Ent. et Aff.* n° 11, 12 mars 2009, § 3.
20. V. le document publié le 9 décembre 2008 par l'AMF sur son site intitulé « Synthèse des réponses à la consultation publique relative au rapport du groupe de travail présidé par Bernard Field sur les déclarations de franchissement de seuils de participation et les déclarations d'intention ».

10. Ce qui recouvre selon le CP 07/20 les trois éléments suivants : *inefficient price formation, distorted market for takeovers et diminished market confidence*. Le concept de *market failure* renvoie à celui de l'efficacité des marchés qui considère qu'un marché est d'autant plus efficace que l'accès à l'information est libre pour tous.

11. CP 08/17, our response, p. 9.

12. V. note 24.

13. Ordonnance n° 2009-105 du 30 janvier 2009 relative aux rachats d'actions, aux déclarations de franchissement de seuils et aux déclarations d'intentions, JO du 31 janvier 2009.

14. Les termes « ayant pour cette personne un effet économique similaire à la possession

la Direction générale du Trésor et de la politique économique (DGTPE) sur des questions assez similaires fassent ressortir les mêmes réserves²¹. On peut se féliciter que les participants à ces deux consultations publiques aient su prendre le recul nécessaire par rapport au climat de suspicion généralisée pesant sur les instruments en cause et adopter des réponses mesurées.

Nous nous en félicitons car la position finalement adoptée par les rédacteurs de l'ordonnance apporte selon nous une réponse adaptée sur le plan juridique à la problématique de la déclaration des expositions économiques. Avant de dire pourquoi il s'agit d'une réponse adaptée, il est utile de rappeler que le droit positif français offre, avec l'action de concert, aux actionnaires ou émetteurs qui chercheraient à se prémunir contre une utilisation détournée un moyen de défense qui pourrait s'avérer, à notre sens, efficace.

Pour une approche juridique des utilisations détournées

L'assimilation des expositions économiques serait, selon ses partisans, le seul moyen efficace pour contrer les utilisations détournées (qui sont, rappelons-les, avenant de dernière minute, livraison en bloc des actions détenues en couverture, procuration relative aux droits de vote mais non formalisée) : les investisseurs qui seraient contraints de se dévoiler dès la mise en place des dérivés à dénouement monétaire – pour autant bien entendu qu'un seuil légal soit franchi –, seraient ainsi privés de la clandestinité recherchée. C'est faire fi de l'approche juridique. Ces détournements ne sont pas juridiquement « inattaquables ». Le droit positif, avec le concert, dispose déjà d'un outil qui permettrait, selon nous, dans bon nombre de situations de lutter tout aussi efficacement contre ces pratiques de prise de contrôle rampante²². C'est d'autant plus vrai en France, que le concept de concert a été affiné ces dernières années par la jurisprudence, en particulier avec les affaires Eiffage et Gecina. Affinement qui s'est fait clairement dans le sens d'un élargissement du concept. Pour illustrer notre propos, citons la dernière décision en date. Dans l'affaire Gecina, la chambre commerciale de la Cour de cassation le 27 octobre 2009 a rendu un arrêt (considéré comme un arrêt de principe) précisant que la « politique vis-à-vis de la société » de l'article L. 233-10 du Code de commerce ne renvoyait pas nécessairement à une notion de politique durable et que l'on pouvait agir de concert même dans le cadre d'un accord de séparation, par construction, très limité dans le temps. La Cour de cassation précise également que la politique mise en place pouvait être la politique des concertistes (la stratégie pour acquérir, céder ou exercer les droits de vote) et pas nécessairement et seulement la politique sociale. Si la Cour de cassation avait opté pour une définition renvoyant exclusivement à la politique sociale, toute stratégie définie entre deux minoritaires pour acquérir des droits de vote, par exemple, aurait été hors champ d'application de l'action de concert. Est-ce

à dire qu'un PSI qui a contracté un dérivé à dénouement monétaire, qui accède à la demande de son client de lui livrer en bloc les actions détenues en couverture, doit être considéré comme agissant de concert avec ledit client? Pas nécessairement, tout est affaire de circonstances et d'indices (l'un des enseignements de l'affaire Eiffage est que « l'accord » évoqué à l'article L. 233-10 du Code de commerce peut n'être constitué que d'un faisceau d'indices). Mais, en tout état de cause, devant l'élargissement jurisprudentiel du concept de l'action de concert et compte tenu de la nécessaire forte implication du PSI dans la structuration des utilisations détournées, l'analyse mérite d'être menée²³.

Analyse que la FSA n'a pas faite dans son étude. Le rapport Field, lui, reconnaît que ces pratiques peuvent être qualifiées, selon le cas, de portage, de procuration ou d'agissements concertistes, mais que « le recours à de telles qualifications ne manque pas de poser des problèmes de preuve ». Le risque de concert est également mis en avant par la doctrine²⁴.

Compte tenu des risques attachés à la qualification de concert dans certaines situations (en cas de concert en étoile concernant plus d'un tiers des droits de vote d'une société française, on pourrait imaginer le dépôt d'une offre publique obligatoire), il y a fort à parier qu'un PSI, qui aurait connaissance de ces risques, hésiterait à « rentrer dans le jeu » de son client, acheteur de l'exposition économique, pour lui livrer les actions (ou voter) selon l'une des manœuvres en question. La reconnaissance d'une action concertée conduit à l'addition des positions, celle de l'acheteur avec celle du PSI, et le cas échéant au franchissement d'un seuil qui aurait donc dû être déclaré à la date de conclusion des dérivés par l'acheteur de l'exposition économique. Les problèmes de preuve soulevés par le rapport Field ne nous semblent pas insurmontables. Les pouvoirs du régulateur en matière de contrôles et d'enquêtes sont tels²⁵ qu'en cas de prise de participation substantielle et soudaine d'un investisseur via des achats en bloc hors marché²⁶, il aura vraisemblablement les moyens de démontrer que ledit investisseur s'était préalablement constitué cette

21. La DGTPE n'a pas publié de synthèse des réponses.

22. V. S. Plais, « Franchissement de seuils : doit-on prendre en compte les « intérêts économiques » ? », préc.

23. On notera que ce courant jurisprudentiel a largement influencé l'art. 8 du projet de loi de régulation bancaire et financière (présenté en conseil des ministres le 16 décembre 2009) qui vise justement à tirer les leçons de l'affaire Gecina selon les premiers commentaires (V. A. Lienhard, www.dalloz.fr, 18 décembre 2009) en ajoutant que l'accord concerné peut viser à « obtenir le contrôle d'une société » : il s'agirait selon A. Lienhard « de mieux contenir les prises de participation rampantes concertées, qui se matérialiseraient parfois sans accord formel entre actionnaires ».

24. V. M. Castagnède, J. Hill, W. Regner, P. Ward et C. Young, « Bidders, expect regulatory action », IFLR, septembre 2008, p. 27 ; F. Peltier et C. Maison-Blanche, « Déclarations de franchissement de seuils », La Sem. Jur., Ed. Ent. et Aff. n° 20-21, 14 mai 2009, p. 18 ; A. Omaggio, « Ordonnance du 30 janvier 2009 : regard critique sur la réforme relative aux déclarations de franchissements de seuils et aux déclarations d'intentions », Droit des soc., avril 2009, p. 51, note 14 ; D. Ohl, « L'utilisation de dérivés formés sur des actions pour prendre le contrôle d'une société cotée », Bull. Joly Bourse, juillet-août 2009, p. 336.

25. V. art. L. 621-9 du Code monétaire et financier et art. 143-1 s. du Règlement général de l'AMF pour les pouvoirs de l'AMF en matière de contrôles et enquêtes. Notons, par ailleurs, que l'AMF travaille à un renforcement de ses pouvoirs V. Communiqué AMF du 17 décembre 2009 « Réaction de l'AMF à la décision de sa Commission des sanctions relative à l'affaire EADS », consultable sur le site internet de l'AMF.

26. Rappelons qu'un PSI qui céderait en bloc sa couverture à l'échéance d'un dérivé à dénouement monétaire serait contraint à une publication de la transaction en application de l'art. L. 533-24 du Code monétaire et financier.

participation au moyen d'un ou plusieurs instruments financiers à terme à dénouement monétaire contractés auprès d'un ou plusieurs PSI. L'exemple de l'affaire Implenia est une bonne illustration de ce propos. Dans cette affaire, le fond anglais Laxey avait contracté cinq CFD auprès de cinq banques, chacun pour moins de 5 % du capital d'Implenia et s'est fait livrer, à l'échéance des CFD, les actions détenues en couverture par les établissements financiers. La Commission fédérale des banques (CFB) a reconstitué ce schéma complexe « à l'issue d'une enquête et d'une procédure administrative approfondies »²⁷. La CFB, sur la base de cette enquête, a rendu une décision « dans laquelle elle conclut que Laxey a enfreint les obligations de déclarer que lui imposait [la loi suisse] dans le cadre de sa prise de participation »²⁸. La CFB qualifie le schéma « d'acquisition indirecte d'actions » : les actions achetées *ab initio* par les PSI en couverture, compte tenu de leur livraison ultérieure, auraient dû être agrégées à la position de Laxey dès la conclusion des dérivés à dénouement monétaire. Au-delà de la conclusion, ce qui est à retenir dans cette affaire, c'est que le régulateur local, fort de son pouvoir d'investigation, a réussi à mettre au jour en détail les manœuvres de détournement de Laxey.

Fondement juridique, pouvoir d'investigation et pouvoir de sanction de l'AMF (sur le fondement des articles L. 621-14 et L. 621-15 du Code monétaire et financier), le droit positif français semble donc déjà bien doté pour contrer ces manœuvres. Mais est-ce suffisamment dissuasif? Indéniablement non. L'AMF n'a jamais sanctionné une utilisation détournée et n'a même jamais procédé, à notre connaissance, à une enquête dans ce type d'affaires, comme a pu le faire la CFB en Suisse. Les outils existent, mais n'ont jamais servi pourrait-on dire, y compris dans les quelques affaires françaises dont la presse s'est fait l'écho²⁹. L'approche juridique reste donc une approche théorique. Ceci étant, compte tenu de la médiatisation internationale autour de certaines prises de contrôle rampantes évoquées plus haut, les banques-PSI risquent, dorénavant, de se montrer plus réticentes dans l'avenir à accepter ce type de montage. Le rapport ESME va dans le même sens : « *New cases may arise [...]. However, we would expect banks in the future to be more reluctant when being asked to participate in a "stake building" scheme making use of cash settled derivatives and designed specifically to avoid disclosure to the market*³⁰ ».

La seule sanction efficace et dissuasive serait, sans nul doute, une privation automatique des droits de vote. Compte tenu du concert (cas d'assimilation de l'article L. 233-9 I 3° du Code de commerce), l'investisseur est en principe tenu de procéder à la déclaration de franchissement de seuil à la date de conclusion du dérivé. Déclaration qu'il ne fait pas évidemment. Concrètement, nous pourrions alors imaginer que l'investisseur qui serait monté au capital par le biais d'une utilisation détournée

se verrait privé automatiquement du droit de vote pour deux années à compter de la livraison des actions par le PSI, cette date de livraison étant considérée comme la date de régularisation³¹ (date à laquelle il notifie son franchissement d'un ou plusieurs seuils légaux à la hausse). Mais, nous le savons, une telle vision n'est pas admise aujourd'hui : en cas de défaut de déclaration d'un franchissement de seuil légal lié à un cas d'assimilation, la sanction ne peut être reportée à la date de franchissement effectif (c'est-à-dire à la date de livraison)³². Le défaut de déclaration dans une telle hypothèse ne peut donc pas être sanctionné d'une privation de droit de vote automatique. C'est regrettable, cela rend le système peu ou prou inefficace. D'une manière générale, ce constat est vrai pour la plupart des cas d'assimilation, bon nombre de ces cas d'assimilation ont été introduits récemment en droit français sans que le régime des sanctions de l'article L. 233-14 (qui n'a de sens que pour les actions détenues en « dur ») soit adapté en conséquence.

L'Information séparée : une réponse adaptée

Comme Alain Viandier l'a souligné, les arguments exposés dans le rapport Field pour justifier l'agrégation des expositions économiques ne sont « guère convaincants ». Les instruments financiers à terme à dénouement monétaire ne permettent pas à leur acheteur, en l'absence d'une utilisation détournée, d'exercer une influence politique sur l'émetteur de l'action sous-jacente. Il n'y a donc pas de raison de les prendre en compte pour déterminer si un seuil de participation a été franchi³³.

Est-ce à dire qu'aucune déclaration relative aux expositions économiques ne serait nécessaire? Nous ne le pensons pas. Les agréger aux détentions physiques ne nous semble pas justifié compte tenu de l'absence d'influence politique, en revanche, en informer le marché est souhaitable dans la mesure où une telle information contribuera à en améliorer la transparence pour les raisons qui suivent.

Gel des droits de vote

Dans le cadre d'une gestion classique en delta neutre, le PSI, vendeur du dérivé à dénouement monétaire, achètera à des fins de couverture les actions sous-jacentes. Lors des assemblées, il est peu probable que le PSI vote, les actions étant comptabilisées dans son portefeuille de négociation³⁴. L'opération a ainsi pour conséquence la « mise à l'écart », le « gel » des droits de vote attachés aux actions sous-jacentes. Ces droits de vote, retirés donc du champ des votes disponibles, sont en quelque sorte

27. V. Rapport de gestion 2008 de la CFB, p. 28.

28. V. Rapport de gestion 2008 de la CFB, préc.

29. V. par ex. « Fonds activistes. L'état se resserre », *l'Agefi hebdo*, du 17 au 23 juillet 2008.

30. V. rapport ESME, p. 12.

31. Au sens de l'art. L. 233-14 alinéa 1 du Code de commerce.

32. V. Comité juridique ANSA n° 08-038, réunion du 3 septembre 2008.

33. V. A. Viandier, « La réforme du régime des franchissements de seuils et des déclarations d'intention par l'ordonnance n° 2009-105 du 30 janvier 2009 », préc., § 14.

34. Notons que si les conditions posées par le Code de commerce (art. L. 233-7 IV 3°) et le Règlement général de l'AMF (art. 223-13 I 2°) ne sont pas (ou ne sont plus) remplies pour que le PSI puisse bénéficier de l'exemption de déclaration au titre de l'exemption du portefeuille de négociation, la détention de actions en question devra être déclarée conformément au droit commun.

suspendus de fait. Une telle suspension, compte tenu de l'effet relatif, peut avoir un impact lors des assemblées d'actionnaires : elle augmente la capacité effective de vote des actionnaires votants, mais seul l'acheteur de l'exposition économique ayant conduit à cette éviction temporaire de droits de vote en a connaissance. Il nous semble justifié que les autres actionnaires soient informés de cette éviction de fait comme ils le sont des cas de suspension de droits de vote organisés par la loi (par exemple en cas d'autodétention ou d'autocontrôle ou encore de privation de droits de vote pour défaut de déclaration de franchissement de seuil). Une telle information permet d'affiner, lors des assemblées générales, la « photo » des forces en présence. Elle s'inscrit dans le cadre actuel de la recherche d'un renforcement de la transparence facilitant l'activisme actionnarial³⁵.

Il est intéressant de noter que le gel des droits de vote est l'un des arguments invoqués par le juge Lewis Kaplan dans l'affaire CSX pour justifier une déclaration des intérêts économiques : « *The accumulation of substantial hedge positions significantly alters the corporate electorate. It does so by [inter alia] eliminating the shares constituting the hedge positions from the universe of available votes*³⁶ ».

Ce raisonnement peut être tenu également au moment de l'investissement : dans la mesure où, depuis la directive transparence, le dénominateur doit prendre en compte les actions dont les droits de vote sont suspendus³⁷, un potentiel investisseur, s'il veut apprécier son « poids » réel dans la société, devra connaître le nombre d'actions « non votantes ». Avoir conscience qu'un certain nombre de droits de vote est neutralisé de fait pour une durée définie par le biais d'un dérivé à dénouement monétaire peut donc être également un élément de transparence pertinent pour les investisseurs potentiels.

Impact sur la liquidité

À l'échéance du dérivé « delta 1 » à dénouement monétaire, le PSI « débouclera » sa couverture³⁸, ce qui concrètement signifie la vente sur le marché des actions achetées en couverture. Nous écartons le cas d'une livraison directe à l'acheteur de l'exposition économique (ou à une personne « amie »), technique qui serait constitutive, nous l'avons dit, d'une utilisation détournée donc susceptible d'une qualification d'agissements de concert. La cession sur le marché de ses actions par le PSI peut avoir pour conséquence d'accroître la liquidité du titre. La connaissance d'une telle information peut être utile pour un investisseur qui chercherait à augmenter sa participation dans la mesure où ses achats dans le marché en seraient facilités. Or, ce peut être justement la situation de

l'acheteur de l'exposition économique qui envisage d'augmenter sa participation dans le futur dans la société sous-jacente : sa stratégie, en contractant le dérivé à dénouement monétaire, a consisté à figer un prix d'achat. Par construction donc, il va se porter acheteur sur le marché à la date d'échéance dudit dérivé (échéance qu'il a provoqué lui-même le plus souvent, ayant un droit contractuel de dénouement anticipé du dérivé). L'accroissement de la liquidité profite certes à tous les intervenants du marché, mais seul l'acheteur de l'exposition économique détient l'information du *timing* puisque c'est lui qui « appuie sur le bouton » (il peut donc s'y préparer avec le PSI qui exécutera ses ordres d'achat). Compte tenu de l'importance que cette information peut revêtir le cas échéant pour les autres intervenants du marché, il nous semble souhaitable, dans le cadre d'une plus grande transparence afin d'assurer l'égalité de l'information, que les expositions économiques fassent l'objet d'une information spécifique. Information portant tant sur l'existence des dérivés à dénouement monétaire que sur leurs principales caractéristiques, en particulier, leur taille et leur échéance (article 223-14 III et IV du Règlement général de l'AMF).

L'information peut donc être cruciale compte tenu de l'éventuel impact sur la liquidité à l'échéance, mais elle peut l'être également dès la conclusion du dérivé. En effet, l'opération, du fait de la mise en place de la couverture par le PSI vendeur de l'exposition économique, peut avoir pour effet de réduire le flottant d'une manière significative (selon la répartition de l'actionnariat). C'est d'ailleurs l'un des effets mis en avant par le rapport ESME. L'exemple le plus emblématique d'une telle situation est le cas de la société Porsche en Allemagne en 2008 qui, compte tenu des intérêts économiques pris sur la société Volkswagen, avait réduit le flottant de l'action Volkswagen à 5 %.

La déclaration des intérêts économiques : un moyen de lutter contre l'empty voting?

Le droit de vote est présenté traditionnellement en droit des sociétés comme la « contrepartie » politique du risque en capital pris par l'associé. C'est parce que ce dernier prend un risque financier (en apportant des fonds à la société) qu'il a un droit à participer aux décisions lors des assemblées d'associés qui pourront, le cas échéant, influencer les revenus tirés de son apport.

Or, on a pu constater dans les assemblées ces dernières années l'émergence d'actionnaires titulaires des droits de vote sans pour autant prendre de risque économique qui est, en principe, inhérent à cette titularité comme nous l'avons exposé plus haut. C'est ce que la pratique a appelé le vote vide (*l'empty voting*) : le propriétaire juridique de l'action, donc titulaire des droits politiques, n'en détient pas la propriété économique dans le sens où il n'aura pas à subir une éventuelle perte de valeur de ladite action. La technique juridique la plus souvent utilisée pour arriver à cette fin est le prêt/emprunt d'actions. L'emprunteur, compte tenu de l'effet translatif de propriété³⁹, dispose du droit de vote en tant que pro-

35. V. C. Uzan, « La montée en puissance des actionnaires : le droit à l'épreuve des pratiques de marché et de l'activisme actionnarial », Les entretiens de l'AMF, Revue mensuelle de l'AMF, n° 42, décembre 2007.

36. Consultable sur le site : www1.nysd.uscourts.gov/index.php.

37. V. art. 9, 1 al. 2 de la directive transparence. L'AMF a transcrit cette disposition dans son Règlement général à l'art. 223-11 I al. 2. Sur le sujet, V. Comité Juridique ANSA, n° 07-012, réunion du 7 mars 2007 : « Désormais, cette façon de calculer introduira une distorsion entre la participation retenue pour identifier un franchissement de seuil et la capacité effective de vote en assemblée pour les mêmes titres ».

38. Quelle que soit l'évolution du cours de l'action sous-jacente par rapport à son cours à la date de conclusion du dérivé.

39. En droit français, le prêt d'actions est un prêt de consommation régi par l'art.

priétaire, mais n'est pas affecté par l'évolution future de la valeur de l'action puisque celle-ci a vocation à revenir dans le patrimoine du prêteur. C'est sur cette technique que se sont focalisés les débats en particulier en France où l'AMF a demandé à un membre de son collège, Yves Mansion, de présider un groupe de place sur le sujet (le rapport Mansion)⁴⁰. Comme l'a souligné ce rapport⁴¹, le prêt d'actions n'est pas la seule technique permettant un transfert du risque économique, un résultat identique est obtenu par le biais d'instruments dérivés à dénouement monétaire : un actionnaire qui vend à un PSI l'exposition économique des actions qu'il détient fige le prix de ces actions ; si le cours baisse, le PSI lui verse la différence et inversement si le cours monte. Ainsi, il a immunisé son prix. Une telle immunisation d'un actionnaire n'est pas sanctionnable en soit, mais démontre de la part dudit actionnaire un degré d'implication sur la durée probablement moindre dans la société⁴². Il peut être important pour l'émetteur (ainsi que pour les autres actionnaires) d'avoir conscience que l'un de ses actionnaires a vendu⁴³ un CFD (ou un autre instrument équivalent)

sur ses actions. Cela peut lui permettre de mieux cerner ses intentions réelles en particulier lors des assemblées générales. C'est pourquoi le rapport Mansion, dans un souci d'une plus grande transparence, suggère de procéder à la déclaration des instruments permettant un transfert du risque économique ; le rapport limite l'obligation déclarative aux périodes d'assemblées et aux détentions supérieures à un pourcentage de 2 % des droits de vote. S'agissant des dérivés, une telle déclaration porterait donc uniquement sur la vente⁴⁴ desdits instruments. En effet, comme nous l'avons vu, transférer son risque économique consiste pour un actionnaire à être « court » d'un CFD, c'est-à-dire à être vendeur de l'exposition économique. Les suggestions du rapport Mansion n'ont pas été reprises en droit positif pour l'instant, mais l'on voit poindre une obligation déclarative des « positions courtes » sur actions (vendeur d'une exposition économique) comme nous avons, depuis l'ordonnance, une obligation déclarative des « positions longues » (acheteur d'une exposition économique).

C'est également pour cela que le choix des rédacteurs de l'ordonnance pour l'information séparée nous semble adapté :

– l'information rend compte aujourd'hui, s'agissant des achats d'expositions économiques, d'une manière pertinente et proportionnée de situations en termes de gel de droits de vote et/ou de liquidité du marché qui peuvent s'avérer utiles voire cruciales aux différents acteurs du marché ;

– elle pourrait, demain, être mise en perspective avec les ventes d'expositions économiques sur le même titre, ce qui permettrait d'avoir une « photo » beaucoup plus affinée de l'actionariat d'une société française dans le sens où l'on pourrait déterminer la stratégie de tel ou tel actionnaire acheteur et/ou vendeur d'exposition économique.

¹⁸⁹² s. du Code civil.

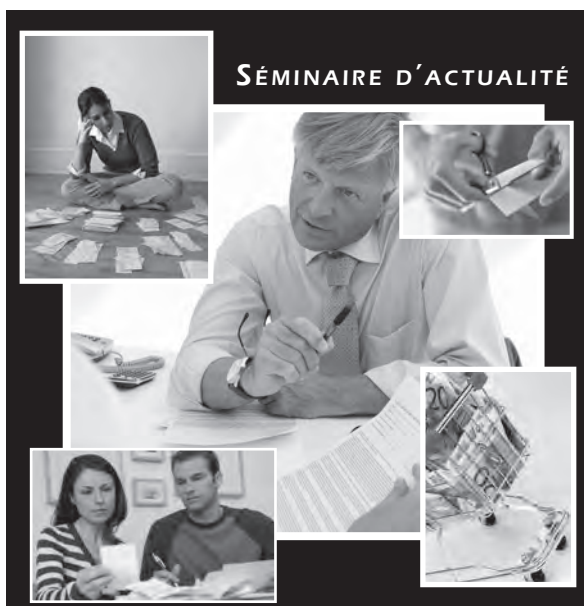
⁴⁰. « Rapport sur les opérations de prêt emprunt de titres en période d'assemblée générale d'actionnaires », janvier 2008, consultable sur : www.amf-france.org/documents/general/8162_1.pdf. Pour un commentaire de ce rapport, V. « Prêts de titres et opérations assimilées : la question du vote vide », Ch. Clerc, RTDF n° 1, 2008.

⁴¹. V. « Les opérations concernées : le champ d'application du dispositif », p. 8 du rapport Mansion.

⁴². Compte tenu de ce degré d'implication moindre, certains commentateurs ont émis l'idée d'une catégorisation des actionnaires ; pour une réflexion sur le sujet, V. « La catégorisation des actionnaires, un pas de plus ou un pas de trop ? Libre propos sur les perspectives d'évolution du droit des sociétés », A. Dalion et A. Tadros, Bull. Joly Bourse, septembre-octobre 2009.

⁴³. Les termes d'« achat » ou de « vente » sont usuellement utilisés pour ces produits dans le jargon financier, mais il convient de noter que, sur le plan juridique, cette terminologie est impropre puisque les instruments visés sont des instruments financiers à terme (ou contrats financiers) négociés de gré à gré au sens de l'art. 211-1 III du Code monétaire et financier, donc des contrats dont la formation obéit aux règles posées par le Code civil (art. 1101 s.). Par « vente » de CFD, il faut donc entendre le transfert de l'exposition économique sur le sous-jacent par le biais de la conclusion du contrat financier spécifique qu'est le CFD.

⁴⁴. V. remarque note 43.



DIRECTIVE CRÉDIT CONSOMMATION ET SURENDETTEMENT

POINTS CLÉS DU PROGRAMME :

1. Anticiper les évolutions réglementaires
2. Découvrir la directive et maîtriser ses conséquences

A Paris, le lundi **14 juin 2010** de **9h à 17h30**

SÉMINAIRE ANIMÉ PAR :

► **M. Jean Louis GUILLOT**,
Directeur Juridique - Groupe BNP PARIBAS

Contact : Audrey Bouchard
Tél : 01.44.94.58.43 - abouchard@demoss.fr
20 rue de l'Arcade 75008 Paris - www.demoss.fr



Le rapport ESME va dans le même sens : il préconise en effet une information séparée des expositions économiques à la fois à l'achat comme à la vente sans possibilité de netting entre elles⁴⁵. Le netting irait à l'encontre d'une bonne information du marché dans la plupart des cas puisque comme nous venons de le voir, chacune des informations, une fois décryptée, correspond pour l'investisseur à un objectif, à une stratégie bien définie. Permettre le netting serait d'ailleurs permettre à l'investisseur de cacher sa stratégie en prenant une position inverse.

Évolutions souhaitables

Même si l'approche mesurée décidée par les rédacteurs de l'ordonnance doit être saluée, elle n'est pas exempte de critiques dont s'est fait l'écho une partie de la doctrine. Le principal grief porte sur le fait qu'une exposition économique ne fera l'objet d'une information qu'en cas de franchissement de seuil. C'est ainsi qu'un intervenant peut prendre un intérêt économique substantiel sur un émetteur sans avoir à en informer le marché tant qu'il ne franchit pas de seuil légal. Soulignons qu'à notre sens, un investisseur qui souhaiterait monter clandestinement au capital d'une société par le biais d'une utilisation détournée renforcerait le caractère frauduleux de l'opération s'il profitait de ce dispositif légal. Les PSI confrontés à cette situation devraient redoubler de vigilance car outre l'action de concert ils pourraient par ailleurs tomber sous le coup d'une complicité de fraude.

Comme cela avait été proposé par certaines associations de professionnels⁴⁶ lors des réponses aux consultations publiques évoquées plus haut, il aurait probablement été plus pertinent en termes de transparence de faire dépendre l'information séparée relative à la prise d'une exposition économique de pourcentages en capital qui auraient pu s'aligner par exemple sur les seuils de participation légaux.

Si une telle évolution devait voir le jour, il conviendrait de veiller à ce que les seuils qui déclenchent l'information soient suffisamment élevés afin de ne pas inonder le marché, ce qui aurait pour conséquence de rendre le système inefficace⁴⁷. Il pourrait être aussi envisagé, comme le rapport ESME l'évoque (pour l'écarter ensuite), de faire intermédiaire l'autorité de marché, qui déciderait, selon la taille, le contexte, l'investisseur etc. de divulguer ou non au marché le dérivé à dénouement monétaire. Ainsi seules les opérations pertinentes seraient « déversées » dans le marché.

La seconde évolution que l'on peut souhaiter est une harmonisation européenne. La plupart des commentateurs l'appellent de leurs vœux. La directive transparence étant une directive d'harmonisation minimale, les états

membres ont eu la possibilité d'imposer des normes plus contraignantes instituant ainsi des régimes qui peuvent s'avérer substantiellement très différents, l'analyse comparée des régimes français et anglais en est un exemple frappant. La distorsion de concurrence qui pourrait en résulter nous semble assez contraire à l'esprit du marché européen des capitaux intégré voulu en 2000 par le plan d'action des services financiers. Une révision de la directive transparence dans le sens d'une harmonisation des régimes s'avère nécessaire. C'est le résultat auquel aboutit également le rapport ESME. Tout en restant flou sur les modalités, le rapport préconise de modifier la directive transparence sur la base des recommandations évoquées tout au long de notre propos et qui sont parfaitement bien résumées dans l'executive summary du rapport : « ESME is recommending that a reporting obligation regarding cash settled derivatives is :

- only for cash settled derivative positions, separate from the present arrangements for positions in normal shares ;
- both for long and for short positions ; no netting ;
- only for significant positions in these particular instruments (at least 5-10 %) ;
- fully harmonized and regulated on a European level ».

Il est intéressant de noter que le régime français, tel qu'issu de l'ordonnance, ne serait pas bouleversé par une révision de la directive transparence si le législateur européen devait suivre les recommandations de l'ESME, le principe de l'information séparée étant déjà acquis.

Comme un commentateur l'a souligné récemment « il faut sans doute [...] inviter tous ceux qui interviennent à un titre ou à un autre dans le processus de réglementation à promouvoir la notion d'information pertinente »⁴⁸. Les rédacteurs de l'ordonnance sont allés dans ce sens en optant pour l'information séparée des intérêts économiques. Les agrégés n'aurait fait qu'ajouter à la confusion déjà grande en la matière. Le système de l'information séparée est d'autant plus une réponse pertinente à la problématique de la déclaration des dérivés cash-settled qu'il est fort possible en l'état actuel des travaux qu'il soit en phase avec les évolutions futures, d'une part, des règles de gouvernance en France qui pourraient instituer une déclaration obligatoire des mécanismes permettant à un actionnaire de transférer son risque économique et, d'autre part, de la directive transparence révisée. ■

45. V. rapport ESME p. 13.

46. Voir en particulier la réponse de l'Amafi du 14 novembre 2008 (§ 10 et 11) à la consultation de la DGTPE, consultable sur le site www.amafi.fr

47. Sur l'abondance d'informations, V. les réflexions d'H. de Vauplane, « Les fondements de la réglementation sont-ils encore pertinents ? », *Revue Banque*, n° 717, octobre 2009. Cet auteur conclut qu'« on en arrive à donner une information [potentiellement] "trompeuse" au marché ». À cet égard, il pourrait être envisagé que les informations données par les actionnaires soient exactes, précises et sincères à l'instar des obligations en termes d'informations à la charge des émetteurs ou encore des PSI.

48. P. Gissinger, conclusion du colloque « le droit face à la finance moderne : adaptation ? inadaptation ? », RDBF, janvier-février 2009.