

N° 695

SÉNAT

SESSION ORDINAIRE DE 2010-2011

Enregistré à la Présidence du Sénat le 29 juin 2011

PROPOSITION DE LOI

tendant à améliorer l'information du marché financier en matière de franchissements de seuils en droit boursier,

PRÉSENTÉE

Par M. Philippe MARINI,
Sénateur

(Envoyée à la commission des finances, sous réserve de la constitution éventuelle d'une commission spéciale dans les conditions prévues par le Règlement.)

EXPOSÉ DES MOTIFS

Mesdames, Messieurs,

Le 27 octobre 2010, la société LVMH déclarait à l'Autorité des marchés financiers (AMF) avoir franchi à la hausse trois seuils de détention du capital et deux seuils de détention des droits de vote de la société Hermès International. LVMH en détenait ainsi, depuis le 24 octobre 2010, **17,07 % du capital et 10,74 % des droits de vote.**

Cette acquisition avait été réalisée **en recourant à une catégorie particulière d'instruments dérivés**, les contrats d'échange sur actions, couramment dénommés « *equity swaps* »¹, qui avaient été conclus au premier semestre de 2008. Le dénouement de ces contrats, initialement prévu en espèces, a finalement été réalisé par livraison physique des actions sous-jacentes après conclusion d'un avenant avec les banques contreparties².

Dans une **déclaration d'intention** adressée le même jour, LVMH précisait notamment ne pas agir de concert avec un tiers et **ne pas envisager de prendre le contrôle d'Hermès** ou de déposer une offre publique d'acquisition, son investissement présentant un « *caractère stratégique et de long terme* ». Deux mois plus tard, le 21 décembre 2010, LVMH a annoncé détenir 20,2 % du capital et 12,73 % des droits de vote d'Hermès.

Cette opération, bien que **conforme au droit** et en particulier à l'article L. 233-7 du code de commerce, qui fixe le régime de déclaration des franchissements de seuils, a légitimement suscité un fort émoi au sein de la communauté financière et des **critiques** des régulateurs³ comme de certains observateurs anglo-saxons. Grâce à des produits dérivés

¹ Le contrat d'échange sur actions (equity swap ou equity linked swap) permet de percevoir la performance d'une action ou d'un indice, selon une fréquence prédéterminée et moyennant le paiement d'un flux d'intérêts. Le dénouement du contrat peut se faire en espèces par le paiement du gain ou de la perte à l'échéance (« cash-settled equity swap »), cette exposition synthétique permettant de spéculer sur une hausse ou de se couvrir contre la variation de l'action ou indice de référence. Le contrat peut également prévoir, dès l'origine ou par avenant, un dénouement physique par livraison des titres sous-jacents.

² Ces banques détenaient des actions Hermès pour assurer la couverture des positions « longues » (ie. acheteuses) constituées par LVMH.

³ Le 5 novembre 2010, M. Jean-Pierre JOUYET, président de l'AMF, a ainsi estimé que « trop souvent, la France reste le Far-West en matière de prise de contrôle des sociétés, de dépassement de seuil ».

complexes, **LVMH avait ainsi pu se rendre virtuellement propriétaire d'une fraction importante du capital d'Hermès sans avoir à le déclarer au marché.** Sa position d'actionnaire de référence a ensuite pu semer le trouble sur ses intentions réelles et enrichir la chronique des cas de montée occulte au capital ou de « contrôle rampant », constatés dans d'autres pays¹.

Peu après, l'AMF a été conduite à statuer sur une **affaire présentant des caractéristiques similaires², mais constitutive d'un manquement**, dont l'appréciation s'est fondée sur une approche globale de l'opération en cause plutôt que sur ses modalités considérées isolément. Le 13 décembre 2010, la commission des sanctions de l'AMF a ainsi infligé à la société Wendel et à M. Jean-Bernard LAFONTA – à l'époque des faits président du directoire de cette société – une sanction pécuniaire de 1,5 million d'euros chacun pour **défaut d'information du marché sur la préparation de la montée de Wendel au capital de Saint-Gobain.**

Ces deux affaires ont fait l'objet de nombreux commentaires et sont emblématiques du rôle déterminant que joue une information transparente dans le fonctionnement des marchés, comme de la **nécessité d'adapter le régime juridique des franchissements de seuil à la complexité croissante des instruments de détention du capital.**

I. LA RÉFORME INACHEVÉE DE 2009

A. Le double régime de déclaration

Le régime actuel de déclaration des franchissements de seuil en capital ou en droits de vote, prévu par les articles L. 233-7 et L. 233-9 du code de commerce, est récent puisqu'il a été réformé par une **ordonnance du 30 janvier 2009³**.

Cette dernière a élargi le périmètre de déclaration à certains produits dérivés, assurant ainsi la transposition de l'article 11 de la

¹ On peut ainsi mentionner les affaires Porsche / Volkswagen et Continental / Schaeffler en Allemagne, CSX Corp. aux Etats-Unis, ou BAE Systems / Alvis et Philip Green / Marks & Spencer au Royaume-Uni.

² A partir de décembre 2006, Wendel a conclu avec quatre banques, pour un montant d'environ 7,3 milliards d'euros, des contrats dits « total return swaps » (variante des equity swaps) lui conférant une exposition économique sur le titre Saint-Gobain. Pour constituer leur couverture, les banques ont acheté environ 85 millions d'actions Saint-Gobain. Elles ont par ailleurs consenti à Wendel des accords de financement portant sur 5,5 milliards d'euros.

Après la décision de Wendel, en septembre 2007, de dénouer progressivement les TRS, les banques ont été amenées à vendre sur le marché 63 millions d'actions acquises à titre de couverture. Dans la même période, Wendel a acheté, pour environ 4,5 milliards d'euros, un peu plus de 66 millions d'actions, soit environ 17,6 % du capital de Saint Gobain.

³ Ordonnance n° 2009-105 du 30 janvier 2009 relative aux rachats d'actions, aux déclarations de franchissement de seuils et aux déclarations d'intentions, prise sur le fondement de l'article 152 de la loi n° 2008-776 du 4 août 2008 de modernisation de l'économie.

directive 2007/14/CE¹ portant modalités d'exécution de certaines dispositions de la directive « Transparence ». Elle faisait suite à une consultation organisée par la direction générale du Trésor, et à un **groupe de travail de l'AMF** sur les déclarations de franchissement de seuil de participation et les déclarations d'intention, présidé par M. Bernard FIELD, membre du collège, dont le rapport a été publié en octobre 2008.

Le principe de la déclaration de franchissement de seuil, harmonisé au niveau européen, est clair : tout actionnaire personne physique ou morale d'une société cotée, agissant seul ou de concert, doit déclarer à l'émetteur et à l'AMF le nombre total d'actions et de droits de vote qu'il possède dès lors qu'il franchit certains seuils légaux de détention², à la hausse ou à la baisse. L'émetteur peut également prévoir dans ses statuts des obligations supplémentaires d'information portant sur des seuils supérieurs à 0,5 % du capital ou des droits de vote.

La subtilité du dispositif réside dans la définition du périmètre des titres qui sont assimilés à des actions et doivent être déclarés. **La réforme de 2009 n'a pas franchi le pas d'une assimilation extensive** de tous les instruments dérivés, que la majorité des membres du groupe de travail de l'AMF avait pourtant préconisée. Elle a introduit un **double régime de déclaration** des titres assimilables à des actions, communément appelée déclaration « en dur », **et d'information dite « séparée »** sur les autres titres.

Aux termes de l'article L. 233-9 du code de commerce, sont ainsi **assimilés** aux actions et droits de vote soumis à la déclaration « en dur » :

- les actions ou les droits de vote possédés par d'autres personnes pour le compte de cette personne, des sociétés que contrôle cette personne, ou par un tiers avec qui cette personne agit de concert ;

- les actions déjà émises ou les droits de vote non détenus par le déclarant mais qu'il est en mesure d'acquérir, immédiatement ou à l'échéance et **de sa seule initiative**, en vertu d'un accord ou d'un instrument financier, à condition que celui-ci soit **réglé exclusivement par livraison physique** ou, au choix de cette personne uniquement, soit en espèces soit en actions. Cette disposition couvre en particulier les options inconditionnelles d'achat d'actions (*calls*), les contrats à terme fermes (*futures* cotés et *forwards* de gré à gré) et la plupart des *warrants*.

¹ 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.

² Ces seuils de capital ou de droits de vote sont en France au nombre de onze : 5 %, 10 %, 15 %, 20 %, 25 %, 30 % (soit le nouveau seuil de déclenchement d'une offre publique obligatoire), 33,33 %, 50 %, 66,66 %, 90 % et 95 %.

L'information séparée prévue par le I de l'article L. 233-7 porte quant à elle sur les titres suivants :

- les titres qui donnent accès aux actions à émettre et aux droits de vote qui y sont liés, ce qui couvre la gamme très variée des **titres hybrides** tels que les bons de souscription d'actions et les obligations convertibles, échangeables ou remboursables en actions nouvelles ;

- les actions ou les droits de vote qui peuvent être acquis par le déclarant en vertu d'un accord ou d'un instrument financier, à condition que le dénouement physique (la livraison des actions) **ne dépende pas de la seule initiative du déclarant**, ce qui inclut notamment les options dites « à barrière activante¹ » (ou « désactivante ») et certains *warrants* ;

- les actions sur lesquelles portent des accords ou des instruments financiers qui se dénouent **exclusivement en numéraire** et qui ont pour le déclarant le **même effet économique que s'il les détenait**, ce qui vise essentiellement les dérivés à règlement monétaire qui « *procurent une position longue sur les actions²* », en particulier les contrats avec paiement d'un différentiel (« *contracts for difference* » – CFD), les *equity swaps* dénouables en espèces et tout produit structuré indexé (et non diversifié) sur les actions de l'émetteur.

Des **exemptions de déclaration ou d'information** sont également prévues pour les actions suivantes :

- celles acquises aux seules fins de compensation, règlement ou livraison et celles détenues par les teneurs de comptes conservateurs dans le cadre de leur activité de tenue de compte et de conservation (soit les activités de « post-marché ») ;

- celles remises aux membres du Système européen de banques centrales ou par ceux-ci dans l'exercice de leurs fonctions d'autorités monétaires ;

- et celles détenues par un prestataire de services d'investissement dans son **portefeuille de négociation** (au sens de la réglementation prudentielle), dans la limite de 5 %. Le seuil de 5 % n'a pas non plus à être déclaré par un teneur de marché, à condition qu'il n'intervienne pas dans la gestion de l'émetteur.

¹ Toutefois dès que le seuil d'exercice est atteint, l'option est logiquement assimilée à une action et rejoint donc le périmètre de déclaration.

² Selon les termes de l'article 223-14 du règlement général de l'AMF, qui précise les caractéristiques de ces titres.

B. L'inadaptation du régime actuel

La principale faille du régime actuel réside dans le fait que les titres placés hors du champ d'assimilation, en particulier les instruments dérivés à dénouement monétaire, ne font l'objet d'une information séparée **qu'à la condition que leurs bénéficiaires franchissent un des seuils déclaratifs légaux**. L'information est ainsi en quelque sorte l'« accessoire » de la déclaration à titre principal.

En conséquence, un actionnaire peut détenir des instruments dérivés à dénouement monétaire portant sur une fraction significative du capital d'un émetteur sans avoir l'obligation de le révéler au marché, pour autant que sa détention demeure inférieure au premier seuil déclaratif de 5 %. C'est bien ce qui a permis à LVMH de ne pas déclarer, pendant plus de deux ans, les *equity swaps* qu'elle détenait sur près de 12 % du capital d'Hermès.

Le principe d'« assimilation totale » avait recueilli en 2008 les faveurs du groupe de travail de l'AMF, précité, qui la préconisait dans son rapport final. Sa troisième recommandation prévoyait ainsi que « *les instruments financiers à terme à dénouement monétaire procurant une exposition économique aux actions d'un émetteur devraient être assimilés aux participations détenues dans le capital de ce même émetteur : contrats d'échange d'actions (equity swaps), contrats avec paiement d'un différentiel (CFD) et tout accord ayant un objet ou un effet équivalent* ».

Dans son commentaire, le rapport du groupe de travail relevait en particulier que « *seule l'assimilation de ces instruments aux actions permet de donner une image fidèle de l'ensemble de l'exposition économique réellement détenue au capital de l'émetteur, toute autre approche étant susceptible de donner lieu à contournement, ne serait-ce que par le biais de la segmentation des participations* ».

Toutefois, **telle ne fut pas l'option finalement retenue par le Gouvernement**, qui lui a préféré le système de l'information séparée. La commission des finances du Sénat, qui avait émis certaines réserves sur ce régime, avait d'ailleurs reporté la ratification de l'ordonnance du 30 janvier 2009, précitée. **Cette ratification a finalement été intégrée dans une proposition de loi sur le crédit aux PME¹**, le rapport législatif

¹ Cette proposition de loi, initialement déposée par notre collègue député Chantal BRUNEL, est devenue la loi n° 2009-1255 du 19 octobre 2009 tendant à favoriser l'accès au crédit des petites et moyennes entreprises.

de la commission des finances¹ ayant appelé à tirer un bilan de ce système², moins extensif que celui préconisé par l'AMF.

C. L'alignement du régime des offres publiques obligatoires

Conformément au régime européen fixé par la directive sur les offres publiques d'acquisition³, le droit français (article L. 433-3 du code monétaire et financier) prévoit un seuil de déclenchement d'une offre publique obligatoire en cas de montée au capital, que l'article 50 de la loi de régulation bancaire et financière⁴ a abaissé du tiers à **30 %** du capital ou des droits de vote.

À l'initiative de la commission des finances, **le périmètre des titres pris en compte pour le calcul du seuil a également été aligné sur celui du régime de transparence en vigueur.**

Le I de l'article L. 433-3 du code monétaire et financier dispose ainsi que « *la détention directe ou indirecte d'une fraction du capital ou des droits de vote est appréciée au regard des articles L. 233-7 et L. 233-9 du code de commerce* », donc selon un périmètre identique à celui du régime des franchissements de seuils. Le règlement général de l'AMF fixe la liste précise des accords ou instruments financiers qui doivent être pris en compte pour la détermination de cette détention⁵.

D. Les avancées réalisées par certains États européens

Après avoir établi un bilan⁶ de l'application de la directive « Transparence » du 15 décembre 2004⁷, la Commission européenne a lancé le processus de sa modernisation par une consultation publique

¹ Rapport n° 442 (2008-2009) de M. Philippe MARINI, fait au nom de la commission des finances, déposé le 27 mai 2009.

² « Votre rapporteur général relève que le principe de cette information séparée va moins loin qu'une des recommandations formulées par le groupe de travail de l'AMF [...], qui tendait à privilégier une logique extensive d'assimilation dans la déclaration de franchissement de seuil. Il est cependant apparu qu'une telle disposition posait de réelles difficultés pratiques de mise en œuvre. Il semble donc préférable, du moins dans un premier temps, de s'en tenir à ce traitement différencié (assimilation et information séparée) et d'en faire un bilan d'ici deux ou trois ans, pour, le cas échéant, introduire cette assimilation extensive. »

³ Directive 2004/25/CE du Parlement européen et du Conseil du 21 avril 2004 concernant les offres publiques d'acquisition.

⁴ Loi n° 2010-1249 du 22 octobre 2010 de régulation bancaire et financière

⁵ L'article 234-1 du règlement général de l'AMF, modifié le 31 janvier 2011, retient ainsi les obligations échangeables en actions, les contrats à terme et les options (qu'elles soient exerçables immédiatement ou à terme) et les options « à barrière activante » faisant l'objet d'un traitement spécifique, comme pour le régime des franchissements de seuils.

⁶ Des études externes ont ainsi été réalisées, et un rapport publié par la Commission le 27 mai 2010.

⁷ 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.

réalisée au cours de l'été 2010. Sans attendre l'issue de cette révision, certains régimes nationaux ont d'ores et déjà évolué puisqu'après **la Suisse** le 1^{er} juillet 2007, **le Royaume-Uni**, le **Portugal** et plus récemment **l'Allemagne** ont pris des initiatives en faveur d'un **régime d'assimilation totale**.

1. En Allemagne

Le 11 février 2011, le Bundestag a adopté un amendement à la loi sur la négociation d'instruments financiers afin d'inclure les instruments à dénouement numéraire dans le périmètre de déclaration, **l'entrée en vigueur étant prévue début 2012**. L'autorité de régulation financière, la BaFin¹, avait en effet interprété le droit existant – soit la déclaration séparée des instruments financiers qui accordent au détenteur le droit d'acquérir des actions disposant de droits de vote, à compter du seuil de 5 %² – comme ne couvrant pas ces instruments.

Destinée à prévenir les prises de contrôle rampantes, la nouvelle disposition étend l'obligation de déclaration aux « *instruments financiers et autres instruments qui, à raison de leur structure, permettent à leur détenteur d'acquérir des actions dotées de droits de vote d'un émetteur de droit allemand* ». Le projet de loi précise que cette assimilation vise les instruments incluant un droit ou une obligation d'acquérir les actions et ceux dont la contrepartie dispose de la faculté de couvrir ou de réduire son risque d'exposition en détenant les actions sous-jacentes, **ce qui couvre en particulier les *equity swaps*, CFD et options dites « exotiques »**.

Les commentateurs de ce projet ont souligné que sa formulation était volontairement large afin de décourager les stratégies de contournement, et il a été suggéré que la BaFin publie une liste non exhaustive des « *instruments financiers et autres instruments* » visés par le texte.

Pour le calcul des actions et droits de vote sous-jacents susceptibles d'être déclarés, le dispositif se fonde sur les stipulations contractuelles ou, à défaut, sur une couverture à 100 % (soit un delta de 1).

La **sanction encourue** en cas de non-déclaration est administrative (jusqu'à un million d'euros), mais peut être pénale si le manquement est délibéré et commis dans l'intention d'influencer le cours de l'action. La privation des droits de vote non déclarés a été envisagée mais temporairement écartée, dans l'attente d'un examen plus approfondi.

¹ Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht.

² Tandis que le premier seuil est de 3 % pour la déclaration « en dur ».

2. Au Royaume-Uni

Au Royaume-Uni, la *Financial Services Authority* a entendu combler une lacune de la directive « Transparence » et réformer la réglementation dite *Disclosure and Transparency Rules* (DTR 5), en se focalisant à l'origine sur le traitement des CFD. Le processus de consultation et de décision a été étalé sur près de deux ans, de novembre 2007 au **1^{er} juin 2009, date d'entrée en vigueur**. La FSA a envisagé deux options et finalement retenu un régime global de déclaration par agrégation des instruments financiers ayant un « *effet économique similaire* » à la détention d'actions, assorti de certaines exemptions¹.

Les DTR 5 précisent qu' « *un instrument financier a un effet économique similaire à un instrument financier qualifié si ses termes font référence, en tout ou partie, aux actions d'un émetteur et, de manière générale, si le détenteur de cet instrument financier a une position longue effective sur la performance économique des actions, que l'instrument soit à dénouement en actions ou en numéraire* ». Seuls les seuils en droits de vote sont déclarés, le premier seuil étant fixé à **3 %**.

Un document de questions-réponses a permis de préciser ce régime. Il prévoit notamment la divulgation des positions longues sur une base brute, l'exclusion des positions intra-journalières d'arbitrage, des précisions sur les dérivés indexés sur un panier d'actions, ou une déclaration uniquement au moment de l'occurrence d'un événement lorsque celui-ci est incertain.

Ce régime se veut également cohérent avec le périmètre des titres pris en compte pour le déclenchement d'une offre obligatoire et avec le régime de publication des opérations sur titres en période d'offre (règles 8 et 9), tels qu'ils ont été modifiés par le *Panel on Takeovers and Mergers*² (couramment appelé *Takeover Panel*) en août 2005 à la suite de diverses affaires. La règle 8 a ainsi été étendue aux positions longues nées de dérivés à dénouement en numéraire.

3. En Suisse

En Suisse, le système déclaratif impose à tout investisseur de déclarer **séparément**, et indépendamment l'une de l'autre sa position

¹ Ces exemptions sont destinées à réduire les coûts superflus ou informations non pertinentes pour le marché, et sont analogues à celles dont bénéficient les intermédiaires reconnus par le Takeover Panel, dans le cadre du régime des offres publiques.

² Organisme compétent en matière de recevabilité des offres publiques, distinct du régulateur (la FSA) et notamment composé d'émetteurs.

longue cumulée (« *positions d'acquisition* ») et sa position **courte** cumulée (« *positions d'aliénation* »).

Depuis 2008, la position longue cumulée doit être calculée de manière extensive, en tenant compte notamment des instruments financiers qui prévoient ou permettent une exécution en espèces, ainsi que des contrats à terme avec règlement en espèces, tels que les CFD. Seuls les seuils en droits de vote sont soumis aux déclarations de franchissement, les premiers seuils déclaratifs étant fixés à 3 %, 5 % et 10 %.

4. Au Portugal

À la suite d'une consultation publique réalisée début 2010, la *Comissão do Mercado de Valores Mobiliários* (CMVM) a publié le 11 octobre 2010 un nouveau règlement modifiant le régime des déclarations des franchissements de seuils. Dans ce nouveau régime, la position longue servant au calcul des seuils doit intégrer « *les accords ou instruments financiers ayant un effet similaire à la détention d'actions (...) à savoir les contracts for difference, les swaps à dénouement numéraire, les options à dénouement numéraire et les futures et contrats à terme à dénouement numéraire* ».

Seuls les seuils en droits de vote doivent être déclarés, les premiers seuils déclaratifs étant fixés à 2 %, 5 % et 10 %. Enfin, les prestataires de services d'investissement bénéficient d'une exemption déclarative (sans plafond) portant sur les accords ou instruments financiers ayant un effet similaire à la détention d'actions, à condition qu'ils les détiennent dans le cadre d'opérations effectuées à la demande d'un client ou liées à la tenue de marché.

II. LA NÉCESSITÉ DE RENFORCER LA TRANSPARENCE DES MARCHÉS ET LA CRÉDIBILITÉ DE NOTRE DROIT

A. Le consensus en faveur d'une nouvelle réforme

La grande majorité des praticiens et professionnels, et naturellement l'AMF, conviennent aujourd'hui qu'il est nécessaire de réviser à nouveau le régime des franchissements de seuils, et au minimum de « déconnecter » la déclaration des actions et titres assimilés de l'information séparée sur les autres titres.

De même, le *Rapport d'évaluation de la directive Transparence*¹, publié en juin 2010, avait confirmé **qu'une grande majorité d'acteurs de marché européens est favorable à l'inclusion des CFD et swaps d'actions dans le calcul des seuils**, sans toutefois préciser si cette notification devait être réalisée par assimilation ou de manière séparée.

Trois associations de la place financière – l'Association des marchés financiers (AMAFI), l'Association nationale des sociétés par actions (ANSA) et la Fédération bancaire française (FBF) – **ont formulé dès le 28 janvier 2011 une proposition alternative** de renforcement de la transparence, assez innovante et qui se résume aux termes suivants :

- le maintien du principe d'une **déclaration spécifique** pour les dérivés à dénouement monétaire, mais avec un seuil d'entrée abaissé de 5 % à 3 % pour chaque périmètre ;

- et une « interactivité » entre les deux compartiments, qui deviendraient « miroirs » : dès lors que le seuil de 3 % est atteint dans l'un ou l'autre compartiment, l'investisseur doit déclarer **l'ensemble** des instruments financiers qu'il détient dans l'autre.

Bien que représentant un progrès par rapport au droit actuel, cette proposition va moins loin que le régime d'assimilation extensive et présente **deux inconvénients** :

- le nombre de seuils déclaratifs (indépendamment de la distinction entre capital et droits de vote) passerait à douze dans chaque catégorie de titres, soit **vingt-quatre au total** ;

- le concept du « **maximum dissimulable** », justement mis en avant par les associations, révèle une faille importante de cette solution en termes de transparence. Supposons, par exemple, qu'un investisseur détenant initialement 10,01 % (immédiatement ou à terme) des actions ou droits de vote, répartis équitablement et ayant fait l'objet de deux déclarations du seuil de 5 %, porte sa détention à 9,99 % sur chacun des deux compartiments, **soit au total 19,98 %** du capital ou des droits de vote. Dans la mesure où il n'a pas franchi le seuil de 10 %, **il échappe à toute nouvelle déclaration de franchissement de seuil, alors que dans un système d'assimilation totale, il doit déclarer le seuil agrégé de 15 %** et formuler une déclaration d'intention.

¹ Réalisé pour le compte de la direction générale Marché intérieur et services de la Commission européenne par les cabinets de conseil Mazars et Marccus Partners.

B. Les options retenues par la présente proposition de loi

1. Le cœur du dispositif : un régime d'assimilation plus extensif

Le renforcement de la transparence de l'actionnariat, le contexte européen et la nécessité de disposer d'un régime qui soit à la fois pérenne, exhaustif et neutre au regard de l'innovation financière **militent en faveur de la mise en place d'un dispositif de déclaration par assimilation** de tous les instruments financiers susceptibles d'exercer un effet économique similaire à la détention d'actions. Ce nouveau régime constitue le cœur de la présente proposition de loi.

Il est également proposé d'abaisser à 3 % le premier seuil de déclaration, tout en maintenant le seuil actuel de 5 %. Ce nouveau seuil viendrait conforter la transparence et se veut cohérent avec le régime applicable à la principale place financière européenne, celle de Londres.

Deux catégories d'instruments requièrent cependant un traitement particulier :

- les titres « hybrides » qui donnent accès à terme, en tout ou partie, à des actions non encore émises, tels que les obligations convertibles ou échangeables en actions nouvelles ou existantes (OCEANE). Le franchissement de seuil doit en effet être apprécié au regard du capital et des droits de vote existants au moment de la déclaration, et non pas du capital et des droits de vote résultant d'une augmentation future par émission de nouvelles actions. En effet, il est en pratique impossible d'anticiper le succès d'une telle opération, donc le volume global de capital de l'émetteur à terme et la dilution potentielle du détenteur des titres qui y donnent accès, et *in fine*, de fixer le dénominateur devant entrer dans le calcul du seuil à déclarer¹ ;

- les actions déjà émises qu'une partie à un contrat financier ne peut acquérir de sa seule initiative, ce qui concerne notamment les options « à barrière » (activante ou désactivante), certains *warrants* ou toute détention future d'actions soumise à des clauses suspensives exogènes ou non financières², qui ne dépend pas de la seule volonté du déclarant.

Il est donc nécessaire, tant pour des raisons d'effectivité du nouveau dispositif que de logique économique, de **maintenir le régime**

¹ Il est certes possible d'intégrer au dénominateur l'ensemble des actions et droits de vote auxquels les titres donneront contractuellement droit après l'émission, mais ce dénominateur « post dilution » se révélerait incohérent avec le dénominateur de droit commun, fondé sur le capital existant.

² Par exemple, une livraison d'actions soumise à l'accord d'une autorité de la concurrence française ou étrangère.

actuel d'information séparée pour ces seuls instruments. La transparence à l'égard du marché est cependant préservée et le franchissement de seuil est calculé en fonction du nombre d'actions et droits de vote de l'émetteur existants au moment de la déclaration.

2. L'adaptation de la déclaration d'intention et l'actualisation de la déclaration de franchissement

Le régime de **déclaration d'intention**, prévu par le VII de l'article L. 233-7 du code de commerce, est un élément important de la transparence à l'égard du marché. On ne saurait cependant en ignorer les limites¹ ni les difficultés actuelles², qu'il paraît difficile de lever et qui dans les faits conduisent l'AMF à exercer un contrôle vigilant de la **sincérité** et de la précision de la déclaration.

Ce régime doit néanmoins être aménagé pour tenir compte de l'intégration des produits dérivés dénouables en numéraire. Il est ainsi proposé d'enrichir son contenu par des **précisions sur les intentions du déclarant quant au dénouement des accords et instruments** auxquels il est le cas échéant partie³, pendant la durée de six mois que couvre aujourd'hui la déclaration.

Il est également proposé d'introduire une disposition permettant de **« réactiver » la déclaration de franchissement de seuil en cas de modification ultérieure de la répartition**, au sein de la participation déclarée, entre les actions et droits de vote détenus (détention « en dur ») et ceux procédant de l'assimilation. Cette disposition permettra notamment de traiter le cas d'une modification du mode de dénouement d'un contrat financier, **au moment de la conclusion de l'avenant** et non pas de la livraison des titres.

L'objectif est donc d'établir la séquence suivante pour le nouveau régime de déclaration de franchissement de seuil : en premier lieu, une déclaration couvrant toute détention effective ou potentielle, puis une déclaration actualisée dès lors que le mode de détention est modifié.

¹ Dans un marché par définition en mouvement, on ne peut escompter une sécurité juridique absolue ni une prévisibilité totale du comportement des actionnaires.

² Ces difficultés, identifiées par le groupe de travail de l'AMF, ont notamment trait à l'emploi éventuel de « clauses de style » tendant à ménager à l'investisseur une certaine latitude d'action.

³ Il peut s'agir, par exemple, que le déclarant précise s'il envisage de demander le règlement en titres ou en espèces, et, en cas de règlement en espèces, s'il envisage d'acquérir des actions de l'émetteur postérieurement à ce règlement.

3. L'adaptation du régime de sanction

Il convient de rappeler que l'article L. 233-14 du code de commerce prévoit deux sanctions civiles¹ en cas d'infraction aux régimes de déclaration de franchissement d'un seuil légal et de déclaration d'intention :

- une **sanction automatique** prononcée par le bureau de l'assemblée générale dans le cadre de son pouvoir reconnu de police : **la privation des droits de vote attachés aux actions excédant la fraction non déclarée**, pour toute assemblée d'actionnaires qui se tiendrait jusqu'à l'expiration d'un délai de deux ans suivant la date de régularisation de la notification ;

- une **sanction facultative**, qui peut être prononcée par le tribunal de commerce à la demande du président de la société, d'un actionnaire ou de l'AMF, consistant en la privation totale ou partielle des droits de vote pendant une durée de cinq ans maximum.

L'effectivité de ce régime a pu être contestée par certains praticiens, qui le considèrent comme excessif. Il a cependant des vertus dissuasives et il est donc proposé de ne pas le modifier à ce stade. En revanche, **la privation des droits de vote n'a guère de sens s'agissant des instruments dérivés à dénouement monétaire**, puisque la détention de ces droits n'est qu'hypothétique et très indirecte lors du franchissement d'un seuil, étant conditionnée à l'achat d'actions de couverture rendues disponibles.

En droit, l'AMF dispose d'un large pouvoir de sanction et est aujourd'hui en mesure de prononcer une sanction administrative en cas d'irrégularité sur un franchissement de seuil. Par renvois d'articles, le c du III de l'article L. 621-15 du code monétaire et financier permet ainsi à l'AMF de sanctionner toute personne qui s'est livrée à « *tout autre manquement² de nature à porter atteinte à la protection des investisseurs ou au bon fonctionnement du marché* ».

Néanmoins, afin de conforter et clarifier le pouvoir de sanction de l'AMF et de traiter explicitement les infractions portant sur un contrat à dénouement en numéraire, il est proposé **de compléter le régime de sanction décrit *supra* en prévoyant que l'AMF puisse également prononcer une sanction pécuniaire en cas d'irrégularité.**

¹ L'article L. 247-2 du code de commerce prévoit également une **sanction pénale** à l'encontre des mandataires sociaux et actionnaires personnes physiques, rarement prononcée et qui consiste en une amende de 18 000 euros.

² Que les manquements aux obligations visant à protéger les investisseurs contre les abus de marché.

4. L'articulation avec le régime des offres publiques obligatoires

Il est enfin nécessaire de traiter la question sensible de l'articulation entre le régime de déclaration de franchissement de seuil et celui des offres publiques obligatoires. Il est proposé de maintenir la cohérence introduite par la loi de régulation bancaire et financière, soit une **identité de périmètre des titres pris en compte** pour le calcul des seuils sous les deux régimes.

L'auteur de la présente proposition de loi ne méconnaît pas les critiques généralement formulées à l'encontre d'un tel alignement, et qui ont d'ailleurs motivé la proposition conjointe de l'AMAFI, de l'ANSA et de la FBF, décrite plus haut. Sont notamment évoqués :

- le caractère abrupt voire contradictoire d'une offre qui serait en partie déclenchée par la détention seulement virtuelle, et dans la plupart des cas improbable¹, de titres de l'émetteur ;

- un risque important de perturbation du marché pour les actionnaires qui franchiraient potentiellement, *via* des titres hybrides ou des instruments dérivés à dénouement en numéraire, le seuil de 30 % sans pour autant entrer dans une stratégie de contrôle.

Il est cependant permis de considérer qu'une exposition économique supérieure au seuil de 30 %, même si elle ne s'accompagne pas de la détention immédiate des actions, n'est pas toujours fortuite et **laisse à tout le moins planer une ambiguïté sur les intentions réelles de l'investisseur**, dommageable pour le marché et susceptible de ménager une prise de contrôle « par surprise » en assemblée générale. La majorité des membres du groupe de travail présidé par M. Bernard FIELD avait d'ailleurs préconisé cet alignement des modalités de calcul². De même, le

¹ Car supposant que les contrats à dénouement en numéraire donnent in fine lieu à l'achat des actions de couverture, ou soient modifiés par avenant pour être dénoués en titres.

² Le groupe de travail considérait ainsi que « **l'appréciation du seuil de déclenchement de l'offre obligatoire ne pourrait être totalement déconnectée des seuils qui génèrent une obligation déclarative** : ces instruments financiers à terme ou les opérations de prêt-emprunt de titres, lorsqu'ils font franchir le seuil de l'offre obligatoire en cumulé avec des actions, **témoignent d'une réelle emprise sur la stratégie de l'émetteur qui justifie le lancement d'une offre portant sur la totalité du capital de la société**. À défaut, ils pourraient être utilisés de façon habile à l'approche de l'assemblée générale pour pouvoir emporter les décisions stratégiques sans que leur acquéreur n'ait l'obligation de déposer une offre sur la totalité du capital. Aussi, une partie substantielle des membres du groupe de travail considère-t-elle que le seuil de déclenchement de l'offre obligatoire doit être calculé selon des modalités identiques à celles retenues pour les seuils donnant lieu à déclaration ».

La recommandation n° 17 du groupe de travail prévoyait dès lors que « le seuil de l'offre obligatoire devrait être apprécié en retenant les mêmes définitions que celles retenues pour les déclarations, sous réserve qu'une « clause de grand-père » soit introduite pour ne pas préjudicier aux situations existantes : prise en compte de l'ensemble des cas d'assimilation prévus par le code de commerce, notamment les instruments financiers donnant le droit d'acquérir des actions déjà émises et procurant une exposition économique aux actions ».

Royaume-Uni prévoit depuis 2005 cette prise en compte extensive, sans que l'argument généralement invoqué du « particularisme » du *Takeover Panel* quant à son appréciation de la nécessité de déposer une offre, suffise en soi à écarter cette option.

Néanmoins, afin de ne pas pénaliser à l'excès les opérations qui ne procèdent pas d'une intention de contrôle, il est proposé de compléter la dérogation actuellement prévue par une sorte de « **clause de sauvegarde** » reprenant l'essentiel des dispositions de l'article 234-4 du règlement général de l'AMF, afin **d'autoriser les franchissements purement techniques et temporaires** (limités à six mois) **du seuil de 30 %, sans intention de contrôle**.

Cet article dispose ainsi que *« l'AMF peut autoriser, dans des conditions qui sont rendues publiques, le franchissement temporaire des seuils mentionnés aux articles 234-2 et 234-5¹ si le dépassement résulte d'une opération n'ayant pas pour finalité l'obtention ou l'accroissement du contrôle de la société au sens de l'article L. 233-3 du code de commerce et si sa durée n'excède pas six mois. La ou les personnes concernées s'engagent à ne pas exercer, pendant la période de reclassement des titres, les droits de vote correspondants »*.

III. LE DISPOSITIF PROPOSÉ

La présente proposition de loi comporte **quatre articles** tendant à organiser le nouveau régime de transparence des expositions significatives au capital ou aux droits de vote d'une société cotée, en termes de contenu de l'information, de sanctions éventuelles et d'articulation avec le régime des offres publiques obligatoires.

Les deux premiers articles, qui constituent le cœur du dispositif, **réforment le régime de déclaration des franchissements de seuil** en capital ou en droits de vote. Ils substituent au régime actuel un **dispositif plus étendu d'assimilation** entre les actions ou droits de vote déjà détenus et ceux que le déclarant est susceptible de détenir en vertu d'accords ou d'instruments financiers. Sont ainsi compris dans le périmètre de déclaration, comme cela est déjà le cas au Royaume-Uni ou en Suisse, **l'ensemble des actions et droits de vote constitutifs de l'exposition économique d'un investisseur**, qu'ils soient détenus immédiatement ou à terme, directement ou indirectement, c'est-à-dire par l'intermédiaire de tierces personnes ou d'instruments dérivés, y compris lorsque ces instruments sont dénouables en numéraire.

¹ Soient le seuil de 30 % et celui de 2 % prévu par le dispositif « d'excès de vitesse » d'acquisition.

Afin de garantir l'effectivité du calcul du seuil à déclarer, une **information séparée** est cependant maintenue pour les titres donnant accès à des actions non encore émises et pour les actions déjà émises mais dont la détention à terme ne relève pas de la seule initiative du déclarant.

La transparence est également améliorée par l'introduction d'un **nouveau premier seuil de déclaration, fixé à 3 %** du capital ou des droits de vote, tout en maintenant le seuil actuel de 5 %. Les exemptions existantes, en particulier celles dont bénéficient les participations détenues dans le cadre des activités de post-marché (compensation, règlement-livraison et conservation de titres) ou dans le portefeuille de négociation des prestataires de services d'investissement (exemption dite de « *trading* »), ne sont pas remises en cause. Le règlement général de l'AMF devra cependant tenir compte de l'abaissement du premier seuil de déclaration.

Le contenu de la **déclaration d'intention** et d'objectifs, que l'investisseur doit adresser à l'émetteur et à l'AMF à l'occasion du franchissement de certains seuils, est aménagé pour mieux traiter les situations d'exposition économique liée à la détention d'instruments dérivés sur les actions de l'émetteur. Il est également proposé d'introduire une **clause de réactualisation de la déclaration de franchissement** en cas de modification du mode de détention des actions et droits de vote.

L'**article premier** modifie donc le I et le VII de l'article L. 233-7 du code de commerce et crée un VI *bis* afin :

- de prévoir, conformément au nouveau principe d'assimilation, que le régime de déclaration s'applique aux actions et droits de vote que le déclarant viendrait à posséder « *directement ou indirectement* » ;

- d'abaisser de 5 % à 3 % le premier seuil de déclaration ;

- de supprimer l'information séparée sur certains instruments financiers réglés en espèces, qui est aujourd'hui uniquement prévue lors du franchissement d'un seuil « en dur », et serait désormais couverte par le nouveau régime d'assimilation ;

- d'adapter le régime de déclaration d'intention, prévu par le VII de l'article L. 233-7 précité, à la gamme diversifiée des produits dérivés auxquels le déclarant est le cas échéant partie¹. Ce dernier doit ainsi préciser ses intentions sur le dénouement de ces instruments ou accords ;

- et de prévoir, dans des conditions fixées par le règlement général de l'AMF, que l'actionnaire effectue une nouvelle déclaration de

¹ Et qui lui permettent d'acquérir, à sa seule initiative, des actions déjà émises, ou qui sont réglés en espèces et ont un effet économique similaire à la possession d'actions.

franchissement de seuil en cas de modification du mode de détention ou de dénouement de ses titres.

Par voie de conséquence, l'**article 2** complète l'article L. 233-9 du même code, relatif au **champ de l'assimilation**, pour intégrer dans le nouveau périmètre de déclaration les contrats ou instruments financiers réglés en numéraire, tels que les CFD et *equity swaps*, qui ont un effet économique similaire à la possession des actions de l'émetteur. Le règlement général de l'AMF précise les conditions d'appréciation de cet effet économique.

L'**article 3** complète le **dispositif de sanctions** en cas de non-respect des régimes de déclaration de franchissement de seuil et de déclaration d'intention, prévu par l'article L. 233-14 du code de commerce, **afin de l'adapter au cas des instruments dérivés dont le règlement s'effectue en numéraire**. La sanction de droit commun, qui repose sur une privation des droits de vote attachés aux actions excédant la fraction non régulièrement déclarée, ne peut en effet trouver à s'appliquer puisque ces instruments n'ont en général pas vocation à conduire à la détention de capital ou de droits de vote¹. L'AMF dispose certes d'un large pouvoir de sanction, mais il apparaît préférable de conforter son assise juridique pour traiter explicitement ce type de manquement.

Il est donc proposé que le non-respect des obligations déclaratives afférentes à cette catégorie d'accord ou instrument financier² puisse faire l'objet d'une **sanction pécuniaire prononcée par l'AMF**, sur le fondement des pouvoirs dont elle dispose par l'application combinée des articles L. 621-14 et L. 621-15 du code monétaire et financier³. Conformément à l'article L. 621-15, cette sanction est plafonnée à 100 millions d'euros ou au décuple du montant des profits éventuellement réalisés, et doit être proportionnée à la gravité du manquement commis et aux avantages ou profits éventuellement tirés de ce manquement.

Enfin l'**article 4** précise l'**articulation entre le régime de transparence et celui des offres publiques obligatoires**, prévu par l'article L. 433-3 du code monétaire et financier. Il est proposé de **ne pas modifier le principe de l'harmonisation du périmètre des titres pris en**

¹ Sauf, ainsi qu'il a été vu supra, si le dénouement du contrat est modifié par avenant pour prévoir un dénouement en titres, ou si le règlement en espèces permet in fine l'acquisition des actions détenues par la contrepartie à titre de couverture.

² Et au-delà, à tout accord ou instrument financier compris dans le champ de l'assimilation.

³ L'AMF peut ainsi prononcer une sanction en cas de « manquements aux obligations résultant des dispositions législatives ou réglementaires ou des règles professionnelles visant à protéger les investisseurs contre les opérations d'initiés, les manipulations de cours et la diffusion de fausses informations, ou à tout autre manquement de nature à porter atteinte à la protection des investisseurs ou au bon fonctionnement du marché ».

compte, introduit par la loi de régulation bancaire et financière, la rédaction actuelle du I de l'article L. 433-3 permettant un tel alignement automatique.

Néanmoins, afin de ne pas créer de perturbations disproportionnées sur les marchés et de garantir la sécurité juridique des dépassements temporaires et « techniques » du seuil de 30 %, non constitutifs d'une volonté de contrôle, il est proposé de **compléter la dérogation** au dépôt obligatoire d'une offre publique en reprenant l'essentiel des termes actuellement prévus par l'article 234-4 du règlement général de l'AMF.

PROPOSITION DE LOI

Article 1^{er}

- ① L'article L. 233-7 du code de commerce est ainsi modifié :
- ② I. – Le I est ainsi modifié :
- ③ 1° Le premier alinéa est ainsi modifié :
- ④ a) Après les mots : « qui vient à posséder », sont insérés les mots : « directement ou indirectement » ;
- ⑤ b) Avant les mots : « du vingtième », sont insérés les mots : « des trois centièmes, » ;
- ⑥ 2° Au cinquième alinéa, la référence : « du 4° » est remplacée par les références : « des 4° et 4° *bis* » ;
- ⑦ 3° Le sixième alinéa est supprimé.
- ⑧ II. – Le dernier alinéa du II est ainsi rédigé :
- ⑨ « Le règlement général précise également les modalités de calcul des seuils de participation. »
- ⑩ III. – Après le VI, il est inséré un VI *bis* ainsi rédigé :
- ⑪ « VI *bis*. – Lorsque la personne tenue à l'information prévue aux I et II a déclaré une participation dont la répartition des titres est modifiée entre, d'une part, les actions et les droits de vote possédés, et d'autre part, les actions et les droits de vote assimilés mentionnés au I de l'article L. 233-9, le règlement général de l'Autorité des marchés financiers précise les conditions dans lesquelles cette personne est tenue d'effectuer une nouvelle déclaration dans les mêmes conditions. »
- ⑫ IV. – Le deuxième alinéa du VII est remplacé par neuf alinéas ainsi rédigés :
- ⑬ « Cette personne précise dans sa déclaration :
- ⑭ « a) Les modes de financement de l'acquisition ;
- ⑮ « b) Si elle agit seule ou de concert ;
- ⑯ « c) Si elle envisage d'arrêter ses achats ou de les poursuivre, et d'acquiescer ou non le contrôle de la société ;
- ⑰ « d) La stratégie qu'elle envisage vis-à-vis de l'émetteur et les opérations pour la mettre en œuvre ;
- ⑱ « e) Ses intentions quant au dénouement des accords et instruments mentionnés aux 4° et 4° *bis* du I de l'article L. 233-9, si elle est partie à de tels accords ou instruments ;

- ① « f) Tout accord de cession temporaire ayant pour objet les actions et les droits de vote ;
- ② « g) Si elle envisage de demander sa nomination ou celle d'une ou plusieurs personnes comme administrateur, membre du directoire ou du conseil de surveillance.
- ③ « Le règlement général de l'Autorité des marchés financiers précise le contenu de ces éléments en tenant compte, le cas échéant, du niveau de la participation et des caractéristiques de la personne qui procède à la déclaration. »

Article 2

- ① Le I de l'article L. 233-9 du même code est ainsi modifié :
- ② 1° La dernière phrase du 4° est supprimée ;
- ③ 2° Après le 4°, il est inséré un 4° *bis* ainsi rédigé :
- ④ « 4° *bis* Les actions déjà émises sur lesquelles porte tout accord ou instrument financier mentionné à l'article L. 211-1 du code monétaire et financier, réglé en espèces et ayant pour cette personne, ou l'une des personnes mentionnées aux 1° et 3°, un effet économique similaire à la possession desdites actions. Il en va de même pour les droits de vote sur lesquels porte, dans les mêmes conditions, tout accord ou instrument financier ; »
- ⑤ 3° Il est ajouté un alinéa ainsi rédigé :
- ⑥ « Le règlement général de l'Autorité des marchés financiers fixe les conditions d'application des 4° et 4° *bis*, en particulier les conditions dans lesquelles un accord ou instrument financier est considéré comme ayant un effet économique similaire à la possession d'actions. »

Article 3

- ① L'article L. 233-14 du même code est ainsi modifié :
- ② 1° Le début du premier alinéa est ainsi rédigé :
- ③ « L'actionnaire qui n'aurait pas procédé régulièrement aux déclarations prévues à l'article L. 233-7 auxquelles il était tenu est privé... » (*le reste sans changement*) ;
- ④ 2° Après le deuxième alinéa, il est inséré un alinéa ainsi rédigé :
- ⑤ « Lorsque l'irrégularité de la déclaration porte sur tout accord ou instrument financier mentionné à l'article L. 233-9, l'Autorité des marchés financiers peut prononcer, à l'encontre de la personne tenue à l'obligation de déclaration, la sanction pécuniaire prévue au c du III de l'article L. 621-15 du code monétaire et financier. »

Article 4

- ① Le I de l'article L. 433-3 du code monétaire et financier est ainsi modifié :
- ② 1° Dans le dernier alinéa, le mot : « également » est supprimé ;
- ③ 2° Il est ajouté un alinéa ainsi rédigé :
- ④ « Le règlement général de l'Autorité des marchés financiers fixe également les conditions dans lesquelles l'autorité peut autoriser le franchissement temporaire des seuils mentionnés au premier alinéa si le dépassement résulte d'une opération n'ayant pas pour finalité l'obtention ou l'accroissement du contrôle de la société au sens de l'article L. 233-3 du code de commerce et si sa durée n'excède pas un délai fixé par le règlement général. La ou les personnes concernées s'engagent alors à ne pas exercer, pendant la période de reclassement des titres, les droits de vote correspondants. »