

Recherche réalisée avec le soutien de la Mission Droit et Justice

Centre Universitaire Rouennais d'Études Juridiques (CUREJ)

**Remise en cause des concepts du droit des sociétés
par les techniques de financement**

- Dissociation entre la qualité d'actionnaire et le risque financier –

(Empty voting et hidden ownership)

Sous la direction de

Frédéric LEPLAT

Maître de conférences à l'Université de Rouen - Avocat à la Cour

Avec la participation de

Bruno DONDERO

Professeur agrégé à l'Université de Paris I - Panthéon -Sorbonne

Lamia El BADAWI

Docteur en Droit (Droit privé)

Décembre 2013

Le présent document constitue le rapport scientifique d'une recherche réalisée avec le soutien du GIP Mission de recherche Droit et Justice
Son contenu n'engage que ses auteurs.
Toute reproduction, même partielle, est subordonnée à l'accord de la Mission

Sommaire

Chapitre I : L' <i>empty voting</i> et l' <i>hidden ownership</i> , des pratiques aux multiples visages.....	9
Section préliminaire – Résultats de l'enquête sur la connaissance des situations de <i>decoupling</i>	9
A – Résultat de l'enquête sur la connaissance du <i>decoupling</i>	9
B- Résultats de l'enquête sur les conséquences du <i>decoupling</i>	11
Section I - Définition.....	12
Section II - Techniques utilisées.....	15
A – Transferts temporaires	15
B - Produits dérivés	22
Section III - Classification.....	27
A – <i>Empty voting</i> et exercice d'une prérogative reconnue à l'actionnaire dans un but contraire à sa finalité : situations d'abus de droit.....	27
B – <i>Hidden ownership</i> et contournement d'une règle impérative : situations de fraude .	33
C - La violation d'une règle d'ordre public.....	38
Chapitre II : Le <i>decoupling</i> échappe aux réglementations tentant de le définir.....	40
Section I – Le droit français	40
A - La loi du 22 octobre 2010 de régulation bancaire et financière	40
B - La loi du 22 mars 2012.....	47
Section II – Droits étrangers.....	62
A - Allemagne.....	62
B) Royaume-Uni	66
D) Etats-Unis	69
Section III – Droit international et européen.....	77
A) Recommandations internationales.....	77
B) Droit européen.....	78
Chapitre III : Remèdes	96
Section I – Les enjeux	96
A) Les principes du droit des sociétés contournés	96
B) Les principes du droit des marchés financiers contournés	101
Section II - La méthode	105
A) Sanctionner les seuls cas d'abus ou de fraude sans remettre en cause les pratiques légitimes	105
B) Mesures préventives et répressives	106

C) Forme de la régulation.....	108
Section III - Le champ d'application	111
A) Les acteurs concernés	111
B) Les sociétés concernées.....	115
C) Les techniques concernées	116
Section IV – Mesures préventives et répressives	119
A) Les mesures visant à prévenir l’usage abusif du droit de vote par un actionnaire occulte	119
B) Les mesures répressives : des faisceaux d’indices à l’appréciation du juge	122
Annexe : Bibliographie	126
I - Ouvrages de droit bancaire et droit financier	126
II - Ouvrages en droit des sociétés	126
III - Rapports officiels	126
IV - Articles en français.....	126
V - Articles en anglais	130
VI - Presse financière	130
VII - Codes de bonnes conduites et recommandations	132
Annexe - Listes des cas d' <i>empty voting</i>	136
Annexe - Liste des sociétés contactées	138
I - Sociétés cotées	138
II - Sociétés du SBF 120	138
III - Sociétés cotées du compartiment B	140
Annexe - Enquête de terrain (méthodologie)	143
Création d’un site internet	143
Questionnaire adressé aux acteurs institutionnels et privés (email et relance téléphonique)	144
Prise de rendez vous téléphonique et entretiens	146
Résultats de la consultation	146
Difficultés rencontrées	146
Phase 2 de l’étude	146
Table des matières	147

Listes des signes et principales abréviations

AMF : Autorité des marchés financiers

Bull. Joly Bourse : Bulletin Joly Bourse et produits financiers

C.com : Code de commerce

C. mon. fin. : Code monétaire et financier

D : Recueil Dalloz

Dr. et patr. : Droit et patrimoine

Dr. sociétés : Droit des sociétés

Gaz.Pal. : Gazette du Palais

JCP : Juris-Classeur périodique, édition Générale

JCP E : Juris-Classeur périodique, édition Commerce et Industrie

Journ. Sociétés : Journal des sociétés

LPA : Les Petites Affiches

RD. banc. fin : Revue de Droit bancaire et financier

RD bancaire et bourse : Revue de droit bancaire et de la bourse

RDC : Revue des contrats

Régl. gén. AMF : Règlement général de l'Autorité des marchés financiers

Rép.com. : Répertoire de droit commercial Dalloz

Rép. sociétés : Répertoire des sociétés Dalloz

RTD com. : Revue trimestrielle de droit commercial

RJ com. : Revue de jurisprudence commerciale

RJDA : Revue de jurisprudence de droit des affaires

Introduction

La finalité du droit de vote. Le droit de vote est la source principale du pouvoir de l'actionnaire. Il est originellement conçu comme la contrepartie du risque en capital pris par les actionnaires. Ces derniers, contrairement aux prêteurs, disposent d'un droit de vote en raison du risque économique qu'ils supportent. Le droit de vote est en principe proportionnel à l'apport.

La règle « une action / une voix » est généralement admise en Europe¹. Cependant, dans la plupart des États membres des assouplissements ou des dérogations existent, par exemple, certains actionnaires peuvent se voir reconnaître des droits de vote multiples permettant à leurs propriétaires de peser davantage dans les décisions collectives.

Les dérogations au principe de proportionnalité suscitent des inquiétudes. Tel est en particulier le cas d'une pratique dite du vote vide ou *empty voting* lorsque l'actionnaire ne subit aucun risque ou de *hidden ownership* lorsque les risques inhérents à la qualité d'actionnaire sont économiquement transférés à un tiers occulte. Cette pratique se situe au carrefour du droit des sociétés et du droit des marchés financiers. Les contentieux sur le sujet s'est développé, notamment aux États-Unis et les juges apparaissent bien souvent démunis pour répondre aux problèmes qui leur sont soumis. Les régulateurs multiplient quant à eux les consultations de place sur le sujet.

En France, la Commission des sanctions de l'AMF vient de prononcer une sanction pécuniaire de 8 millions d'euros contre LVMH pour avoir contourné l'ensemble des règles destinées à garantir la transparence indispensable au bon fonctionnement du marché. Le groupe de luxe a finalement renoncé à interjeter appel de cette décision devant la Cour d'appel de Paris.

Decoupling, empty voting, hidden ownership. En effet, le « *decoupling* » va au-delà d'un simple assouplissement du principe de proportionnalité entre le droit de vote et la participation en capital. Cette pratique opère une dissociation, du point de vue économique, entre le risque attaché à la qualité d'actionnaire et le droit de vote.

Lorsque la personne, que le droit des sociétés désigne comme actionnaire, ne supporte pas les conséquences économiques de son vote, on parle alors d'*empty voting* ou vote vide. Lorsque le risque est transféré à un tiers ignoré par le droit des sociétés, on parle

¹ Commission européenne, Impact Assessment on the Proportionality between Capital and Control in Listed Companies, 12 déc. 2007, SEC(2007) 1705.

alors d'*hidden ownership* ou propriété occulte. Ces notions ont particulièrement été étudiées aux Etats-Unis par les professeurs Henry T.C. Hu et B. Black².

Certes, d'un point de vue strictement juridique, le droit de vote reste formellement attaché à la qualité d'actionnaire. Cependant d'un point de vue économique, différentes techniques juridiques, le plus souvent issues du droit financier, opèrent un transfert du risque.

L'*empty voting*, en permettant à une personne de voter sans qu'elle soit tenue de contribuer aux pertes, remet en question la conception française traditionnelle du contrat de société. En effet, selon cette conception, l'*empty voter* ne devrait pas être qualifié d'associé et ne devrait donc pas pouvoir accéder aux assemblées générales d'actionnaires afin d'y voter.

En remettant une part importante du pouvoir décisionnel de l'assemblée générale aux mains de personnes qui ne portent pas durablement le risque économique du titre, l'*empty voting* peut apparaître comme un dévoiement du jeu démocratique au sein de la société, voire comme un détournement des règles de marché au profit de quelques investisseurs défendant des intérêts particuliers parfois contraires aux intérêts sociaux de la société concernée.

Faut-il alors que le droit des sociétés prive celui formellement actionnaire de son droit de vote dès lors qu'il ne supporte plus économiquement les conséquences de son vote ? Faut-il qualifier le propriétaire occulte d'actionnaire au seul motif qu'il se trouve dans une situation économiquement comparable à celle d'un actionnaire ?

Phénomène complexe – L'*empty voting* ou l'*hidden ownership* se caractérisant par leurs effets économiques, ces pratiques ne se laissent pas enfermer dans un cadre juridique. Elles ne correspondent pas à une catégorie juridique nommée. Il est par exemple difficile de véritablement les distinguer d'autres mécanismes proches. Il est donc nécessaire d'établir des distinctions et de déterminer ce qui distingue précisément cette notion de nombreuses notions voisines.

En réalité, c'est moins la déconnexion entre la propriété économique et la propriété juridique qui est problématique que le manque de transparence permettant aux acteurs de poursuivre un objectif contraire au droit des sociétés ou au droit des marchés financiers.

Objectif de l'étude. Le phénomène du vote vide reste en apparence limité et n'a semble-t-il qu'une ampleur modeste. Il est indéniable cependant que de nombreux cas

² Henry T.C. Hu, B. Black, *Empty voting and Hidden (Morphable) Ownership : Taxonomy, Implications and Reforms*, Business Lawyer, May 2006 ; Henry T.C. HU, B. Black, *Hedge funds, Insiders and the Decoupling of Economic and Voting Ownership : Empty voting and Hidden (Morphable) Ownership*, European Corporate Governance Institute, Finance Working Paper n° 56/2006; Henry T.C. Hu, B. Black, *The New Vote Buying: Empty voting and Hidden (Morphable) Ownership*, Southern California Law Review, 2006, vol. 79, n° 4, p. 811; Henry T.C. Hu, B. Black, *Equity and debt decoupling and empty voting II: Importance and Extensions*, University of Pennsylvania Law Review, Vol. 156, n°3, 2008, p. 624; Henry T.C. Hu, B. Black, *Options, Futures, and Other Derivates*, Pretice Hall, 2002

de vote vide ne seront jamais rendus publics. Les personnes concernées n'ont évidemment aucun intérêt à rendre public un comportement à la marge de la légalité.

L'étude a eu pour objet de cerner la réalité de ce phénomène auprès de différents acteurs institutionnels et auprès des sociétés cotées afin de déterminer les difficultés rencontrées et les solutions envisagées.

Pour ce faire, un questionnaire a été adressé aux sociétés du CAC40, les sociétés cotées du compartiment B, ainsi qu'aux sociétés du SBF 120. Ce questionnaire avait pour objet de recueillir sur le terrain des données auprès des sociétés directement concernées par ces opérations et de déterminer l'existence de cas concrets dont auraient eu connaissance ces différents acteurs. Ce questionnaire, reproduit en annexe, avait également pour objectif de recueillir leur avis sur les éventuelles mesures à adopter en vue de lutter contre cette technique.

Le résultat de cette enquête révèle une faible connaissance de l'existence de cette technique. Beaucoup de sociétés, pour des raisons diverses, estiment ne pas être concernées. L'enquête révèle aussi que les acteurs ne réclament pas nécessairement une réglementation spécifique afin de répondre à ce problème, ou du moins, ils jugent l'intervention législative inefficace.

Ce questionnaire a été complété par des entretiens auprès d'acteurs institutionnels et de directeurs financiers et juridiques ainsi que divers spécialistes de ces questions. Il en résulte une difficulté à appréhender cette technique en raison de l'absence de données précises aussi bien auprès des sociétés potentiellement concernées, qui n'ont pas une connaissance suffisante de leur actionnariat, qu'auprès de l'AMF. Il n'existe pas non plus de bilan des mesures qui ont été mises en place à la suite du rapport du Groupe Mansion concernant les opérations de prêt / emprunt de titres en période d'assemblée générale.

Plan du rapport. L'*empty voting* et l'*hidden ownership* reposent sur une déconnexion entre la propriété économique des titres, c'est à dire le risque capitalistique et l'exercice des droits de vote attachés à ces titres. Ces techniques se caractérisent par leur effet économique, et non par les moyens juridiques pour y parvenir.

L'*empty voting* et l'*hidden ownership* sont des pratiques aux multiples visages (Chapitre I). Les réglementations visant à définir directement les situations de *decoupling* ne parviennent pas l'encadrer utilement (Chapitre II). Il reste néanmoins possible d'émettre des recommandations pour appréhender juridiquement les effets de ces pratiques qui se définissent avant tout par leur effet économique (Chapitre III).

Chapitre I : L'empty voting et l'hidden ownership, des pratiques aux multiples visages

La compréhension de ces techniques n'est pas aisée. Elles sont variées et peu connues, comme le révèle l'enquête de terrain (Section préliminaire). Il conviendra donc d'en donner une définition (Section I). Malgré la variété des techniques utilisées (Section II), il est toutefois possible d'établir une classification en fonction des objectifs poursuivis (Section III).

Section préliminaire – Résultats de l'enquête sur la connaissance des situations de *decoupling*

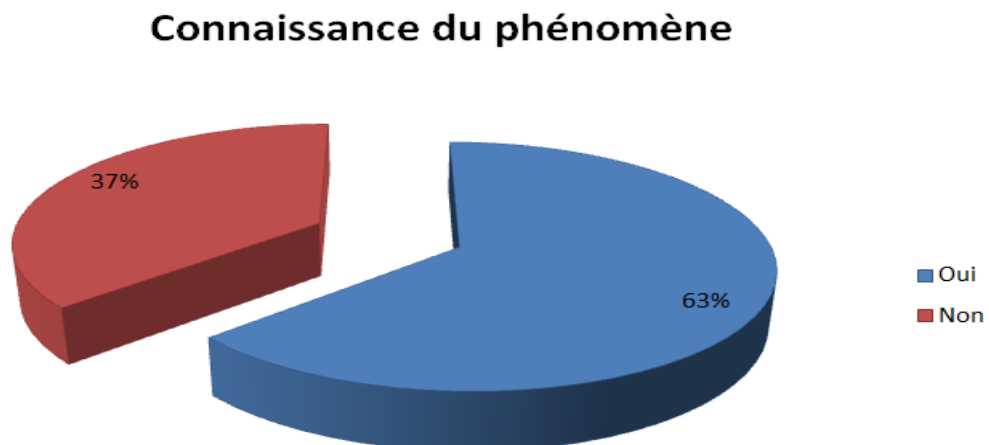
Cette section ne présente que les résultats de l'enquête relative à la connaissance du *decoupling*. L'opinion des personnes interrogées est principalement présentée dans le dernier chapitre. L'enquête révèle une connaissance approximative du *decoupling* (A) et de ses conséquences (B).

A – Résultat de l'enquête sur la connaissance du *decoupling*

Les personnes interrogées n'ont pas été directement témoins de cas avérés de vote vide (1), car elles supposent que leur société ne fait pas partie des cibles habituelles (2). Ces résultats ne sont pas très éloignés de ceux obtenus dans d'autres enquêtes similaires (3).

1) Connaissance de cas avérés de vote vide

La majorité des personnes interrogées pensent que la pratique du vote vide est réelle, mais elles n'ont pas personnellement connaissance de cas avérés dont elles seraient témoins.



Elles ont simplement connaissance des cas traités par la presse financière ou sur lesquels les régulateurs nationaux ont eu à statuer.

Les personnes interrogées reconnaissent par ailleurs que le problème est probablement moins fréquent que l'on a l'habitude de le penser. On a peut-être tendance à assimiler à un cas d'*empty voting* toute tentative de prise de contrôle rampante.

L'absence de définition claire de cette pratique ajoute une certaine confusion à la compréhension de ce phénomène.

Les personnes interrogées font remarquer qu'il est d'ailleurs difficile de mesurer véritablement l'étendue de cette pratique et sa fréquence pour différentes raisons :

1 - Le secret qui entoure certaines opérations même lorsque les différentes déclarations ont été effectuées. Il n'est pas rare que l'investisseur en dise le moins possible dans la déclaration d'intentions. L'investisseur peut en effet avoir des raisons de ne pas révéler ses véritables intentions de sorte que les différentes déclarations ne sont parfois pas d'un grand secours pour comprendre tous les enjeux de l'opération.

2 - La société ne dispose pas toujours d'outils pour déterminer concrètement la composition de son actionnariat. Il existe quelques moyens pour arriver à cet objectif. La société peut interroger le dépositaire central. L'émetteur demande alors au détenteur des titres de décliner son identité. Les banques doivent décliner l'identité du client. Cette pratique est peu utilisée car coûteuse.

3 - Certaines opérations bénéficient d'une exemption de déclaration de seuil dont notamment les activités de trading lorsqu'elles sont en dessous de 5%. Les banques sont concernées par cette exemption qui leur impose toutefois en échange de ne pas voter dans les assemblées générales. Cet engagement serait *a priori* respecté par les banques, si ce n'est pas le cas, l'exemption tombe. Il n'existe pas de cas connu où l'engagement de ne pas voter n'aurait pas été respecté.

2) Identité des sociétés cibles

Les sociétés qui seraient exposées à ce genre de risque sont celles dont le capital est dispersé comme Vivendi, les sociétés ayant des actionnaires majoritaires (de concert) comme L'Oréal sont *a priori* épargnées.

3) Comparaison avec d'autres enquêtes réalisées

Une consultation a été organisée par Esma sur l'*empty voting* dont les résultats ont été publiés sous l'intitulé « *feedback statement call for evidence Empty voting* » en 29 juin 2012

L'Esma a établi un résumé des réponses obtenues par une consultation sur la question de l'*empty voting*. Elle conclut à partir des réponses obtenues que les données actuelles sont insuffisantes pour justifier une réglementation au niveau européen. Elle en déduit

que ce n'est pas une question prioritaire et qu'elle ne nécessite pas de recherches supplémentaires.

B- Résultats de l'enquête sur les conséquences du *decoupling*

1) Conséquences négatives de l'*empty voting*

La majorité des personnes interrogées pense que cette pratique est nuisible même si elle n'est pas nécessairement utilisée dans un sens contraire à l'intérêt de la société. Les principales difficultés citées sont les suivantes :

- Prise de contrôle entraînant un changement de stratégie ;
- Apparition d'un nouvel actionnaire qui bouleverse les équilibres préexistants ;
- Renforcement des pouvoirs des investisseurs institutionnels dans les assemblées ;
- Atteinte aux règles de transparence ;
- Détournement du vote pour favoriser les intérêts de l'*empty voter* au détriment de ceux de la société ;
- Atteinte aux droits des actionnaires minoritaires ;
- Manipulations de marché.

2) Influence concrète de l'*empty voting* sur le vote en assemblée générale

La majorité des personnes interrogées indique qu'il est difficile de déterminer les conséquences exactes de cette pratique sur le vote, car elles n'ont pas été en présence directe de cas de ce genre.

Elles indiquent toutefois que cette pratique pourrait déstabiliser les équilibres existants et permettrait à un *empty voter* de prendre le contrôle de la société.

Cette technique ne peut pas être condamnée en bloc, car dans certains cas, l'objectif est de faire passer une décision qui n'aurait pas pu être prise autrement.

Elles mentionnent également que leur société ont prévu des restrictions statutaires afin de limiter ces risques.

Enfin, il est difficile de disposer de données confidentielles dès lors que les données dont dispose l'AMF sont rendues publiques lorsqu'elles sont à l'origine de sanctions.

Section I - Définition

Définition doctrinale - *Empty voting* est, à l'heure actuelle, orphelin d'une définition unanimement reconnue. La complexité du phénomène en rend en effet l'appréhension difficile.

La définition dégagée par les professeurs Hu et Black fait référence. Elle ne permet cependant pas toujours ou difficilement de distinguer cette technique d'autres mécanismes assez proches.

Les Professeurs Hu and Black définissent *empty voting* comme “*voting while holding greater voting power than economic ownership*”. *Empty voting* ou vote vide n'a une réelle spécificité que si cette technique est susceptible de permettre à une personne de voter dans une assemblée d'actionnaires, directement ou indirectement, sans encourir aucune des conséquences économiques de son vote. Elle devient problématique dès lors que cette personne poursuit un intérêt étranger à la société ou contourne une disposition impérative.

Empty voting, en permettant à celui qui l'utilise de voter sans qu'elle soit tenue de contribuer aux pertes, remet en question la conception française traditionnelle du contrat de société.

Le droit de vote – Traditionnellement, les droits économiques et politiques (droits de vote) attachés aux actions étaient en effet inextricablement liés à leur propriété, dont dépendait la possibilité d'acquérir le contrôle de la société ou d'influencer sa stratégie³.

Le droit de vote est un attribut essentiel de l'action. Ce principe se déduit de l'article 1844 alinéa 1^{er} du Code civil qui prévoit que « tout associé a le droit de participer aux décisions collectives ». Seuls les actionnaires jouissent de ce droit. « Tout associé » dispose d'un tel droit, quel que soit la motivation à l'origine de son investissement en capital dans la société.

Caractères du droit de vote - Le droit de vote est à ce titre d'ordre public⁴, aucune disposition statutaire ou conventionnelle ne peut l'écartier même temporairement. L'actionnaire ne peut en être dépouillé que dans les hypothèses prévues par la loi.

Ce principe fondamental selon lequel tout actionnaire a le droit de voter aux assemblées générales comporte néanmoins quelques exceptions. La principale étant la possibilité de créer, sous certaines conditions, des actions de préférence, assorties de droits particuliers de toute nature, et dont le droit de vote peut être aménagé, suspendu

³ H.T.Hu, B.Black, Equity and Debt Decoupling and Empty Voting II : Importance and Extensions, University of Pennsylvania Law Review, Volume 156, numéro 3, janvier 2008, p.624 et s.

⁴ Art.1844 alinéa 4 Code civil.

ou supprimé.

Proportionnalité du droit de vote - Le nombre de voix attachées aux actions est proportionnel à la quotité de capital qu'elles représentent et chaque action donne droit à une voix au moins. C'est ce qui résulte de l'article L.225-122 du Code de commerce qui prévoit que « *le droit de vote attaché aux actions de capital ou de jouissance est proportionnel à la quotité de capital qu'elles représentent et chaque action donne droit à une voix au moins. Toute clause contraire est réputée non écrite* ».

Tous les types d'associés visés par l'article 1844 alinéa ^{1er} ont en effet un point commun : ils ont fait un apport et sont, en contrepartie, propriétaires d'une action et créanciers de la société, c'est-à-dire bénéficiaires de « *droits de créance sur l'émetteur dont la particularité est de conférer des droits sur la société mais aussi des droits dans la société* »⁵.

Dans la conception classique du contrat de société, le droit de vote sert en effet de garantie au droit pécuniaire de l'actionnaire. Il permet à celui-ci de participer à la vie sociale notamment en nommant et en révoquant les dirigeants, en votant le dividende et en décidant des opérations sur le capital (augmentation, réduction, fusion...). Les décisions collectives concernent et affectent le patrimoine social et par conséquent le droit pécuniaire attaché à l'action. Du point de vue de l'actionnaire, ce vote doit favoriser la prospérité de la société. Il serait ainsi réservé à l'actionnaire exposé au risque économique lié à ses actions. La contrepartie de la participation économique de l'actionnaire fonde ainsi le droit de vote⁶. S'il apporte du capital et court le risque de devoir contribuer aux pertes, il est alors normal qu'il puisse participer au bon fonctionnement de la société par l'intermédiaire de son droit de vote qui lui permettra de se prononcer sur les choix importants qui jalonnent la vie sociale.

Définition de l'*empty voting*, des situations d'*hidden ownership* et de *decoupling* - L'*empty voting* est, à l'heure actuelle, orphelin d'une définition unanimement reconnue. Elle est au cœur des travaux des professeurs Hu et Black selon lesquels l'*empty voting* est une situation dans laquelle le pouvoir de l'actionnaire excède son exposition économique au risque⁷. Cette pratique est indissociable de la notion d'*hidden ownership* dont elle est l'autre facette. Les Professeurs Hu & Black définissent l'*hidden (Morphable) ownership* comme une situation dans laquelle l'exposition économique au risque excède le pouvoir de voter, étant précisé que le plus souvent la personne concernée peut si nécessaire acquérir le droit de vote correspondant⁸. Il en résulte un *decoupling* c'est-à-dire une dissociation du risque et

⁵ Y. Paclot, Repenser l'attribution du droit de vote en cas de démembrement des droits sociaux, JCP E 2006. 297.

⁶ Cass. req. 23 juin 1941 : Journ. Sociétés 1943, p. 209 ; Les grands arrêts de la jurisprudence commerciale, n° 66, p. 207, note Noirel.

⁷ H.T.Hu, B.Black, Equity and Debt Decoupling and Empty Voting II : Importance and Extensions, op.cit., p.624.

⁸ 79 South. Cal. L. Rev. 811 (2006).

du droit de vote.

Bien que l'*empty voting* ne corresponde à aucune catégorie juridique nommée il est cependant possible d'en cerner les contours à travers l'étude des principales techniques utilisées.

Section II - Techniques utilisées

Diversité du phénomène - Se caractérisant par son effet économique, le phénomène du *decoupling* résiste aux tentatives d'en donner une définition juridique.

Ainsi l'acquisition temporaire d'actions peut être une technique d'*empty voting*. Un investisseur emprunte pour une courte période englobant la date de l'assemblée générale annuelle, les titres d'une société, dans le seul but d'exercer à ladite assemblée les droits de vote correspondants Il ne souffre pas ou ne profite pas des conséquences de son vote lié aux actions qu'il a pu détenir⁹.

Ce n'est cependant pas toujours le cas. Toute acquisition temporaire de titres avant une assemblée générale ne permet pas nécessairement de se soustraire au risque économique résultant des décisions adoptées.

Le droit de vote dans les sociétés cotées peut être bouleversé par deux séries de techniques principalement utilisées par les *empty voters* : les cessions temporaires de titres (A), ainsi que l'utilisation de produits dérivés (B).

A – Transferts temporaires

Le transfert temporaire d'action est notamment possible au moyen du prêt de titres (1) de la pension (2), de la vente à réméré (3) ou encore le portage (4). Ces transferts temporaires permettent de dissocier le risque économique de la qualité d'actionnaire.

1) Le prêt-emprunt de titres

Utilité de ce contrat - Ces contrats se négocient principalement de gré à gré. En principe les parties à l'opération devraient se connaître et négocier librement sur le contenu de leurs accords. Toutefois, il peut en être autrement en raison de l'intervention de plates-formes multilatérales de négociation électronique qui permettent aux prêteurs de mettre en relation des parties à ces opérations. Surtout, il se rencontre fréquemment des intermédiaires agissant en leur nom, mais pour le compte d'autrui qui s'interposent entre le prêteur et l'emprunteur qui ne se connaissent donc pas directement. L'objectif est fréquemment d'éviter le risque de contrepartie.

Le prêt de titres est souvent proposé par des grandes institutions financières. Ces dernières détiennent par exemple un nombre important de titres pour leurs clients et plutôt que de les laisser inactifs sur des comptes, elles préfèrent les prêter contre rémunération. Le prêt de titres peut en effet se révéler très rémunérateur. Cette généralisation des prêts conduit parfois les véritables propriétaires des titres à ne pas savoir que leurs titres sont prêtés, ni surtout à qui ils le sont.

⁹ D.Schmidt, *Empty voting*, Bull. Joly Bourse, 01 janv.2012 n° 1, p. 42.

Nature du prêt de titres - Les titres, valeurs mobilières ou titres de créances négociables d'une société peuvent être prêtés. L'opération de prêt-emprunt est un contrat par lequel un prêteur transfère temporairement des actions à un emprunteur contre l'obligation faite à ce dernier de lui rétrocéder les actions à la date convenue¹⁰. Le développement de ce contrat a été considérablement accru avec l'essor des marchés financiers. Le prêt de titres entraîne un transfert de propriété des actions entre les parties. Le droit français distingue deux sortes de prêt : le prêt à usage ou commodat et le prêt de consommation. Dans le prêt à usage, la chose prêtée reste la propriété du prêteur. L'emprunteur doit par conséquent la restituer à l'identique. Le prêt à usage n'emporte aucun transfert de propriété au profit de l'emprunteur. Parce que le prêt est conclu dans l'intérêt de l'emprunteur, la chose lui est remise afin qu'il s'en serve (art. 1875 C. civ.). Celui-ci n'acquiert que l'usage temporaire de la chose et s'engage en conséquence à la restituer au prêteur après s'en être servi. Quant au prêt de consommation, il porte sur une chose fongible, l'emprunteur devient propriétaire de la chose prêtée et doit seulement en restituer une semblable. Défini par l'article 1892 du Code civil comme le « *contrat par lequel l'une des parties livre à l'autre une certaine quantité de choses qui se consomment par l'usage, à la charge pour cette dernière de lui en rendre autant de même espèce et qualité* », le prêt de consommation, encore appelé « *mutuum* » ou « *simple prêt* », se distingue nettement du prêt à usage par l'objet sur lequel il porte et les obligations qui en découlent pour l'emprunteur. La chose prêtée doit, aux termes des articles 1874 et 1892 du Code civil, être consomptible, c'est-à-dire se consommer par l'usage que l'on en fait. Sans ce caractère, la chose prêtée ne disparaîtrait pas et l'emprunteur devrait donc la restituer en nature et non par équivalent. Le prêt ne serait pas de consommation mais à usage. La consomptibilité toutefois ne suffit pas. La chose doit également être fongible, c'est-à-dire être une chose de genre, sans quoi la restitution à l'identique que postule le texte serait impossible.

Qualification du prêt de titres - Eu égard à la nature des titres financiers, il est possible de qualifier le prêt de titre de prêt de consommation¹¹, dans la mesure où la chose, objet du contrat, est consomptible ainsi que fongible. Le régime applicable à ce contrat se trouve à l'article 1893 du Code civil qui prévoit que « *l'emprunteur devient le propriétaire de la chose prêtée ; et c'est pour lui qu'elle périclite, de quelque manière que cette perte arrive* ».

Le prêt-emprunt de titres fait également l'objet de dispositions spécifiques introduites par le législateur qui viennent s'ajouter au droit commun. La loi n° 87-416 du 17 juin 1987 sur l'épargne prévoyait sept articles s'appliquant au régime juridique, fiscal et comptable des prêts de titres¹². Ce texte a été ensuite modifié par la loi n° 88-1201 du 23 décembre 1988 sur les OPCVM puis par la loi n° 91-716 du 26 juillet 1991 portant diverses dispositions d'ordre économique et financier¹³. Ce régime figure aujourd'hui

¹⁰ F. Auckenthaler, Prêt de titres, J-Cl Banque, Fasc. 21-25, 2012.

¹¹ A. Couret, H. Le Nabasque, M.-L. Coquelet, T. Granier, D. Poracchia, A. Raynouard, A. Reygrobellet, D. Robine, Droit financier, op.cit., p.872.

¹² Y. Guyon, Le régime juridique des prêts de titres, RD bancaire et bourse 1988, p.36.

¹³ M. Bisquerra et E. de Lencquesaine, Prêts. Emprunts de titres, éléments d'une doctrine, Banque 1990,

aux articles L.211-22 et suivants du Code monétaire et financier.

A l'issue du prêt, l'emprunteur doit rendre autant de titres de même espèce et qualité qu'il lui a été prêté. S'il est dans l'impossibilité de le faire, il doit payer en espèces la valeur des titres au moment du prêt. Ce prêt de titres entraîne le transfert temporaire de la propriété des titres. En réalité, il entraîne un double transfert de propriété. Le premier transfert s'effectue du prêteur vers l'emprunteur et le second se fait en sens inverse selon le schéma suivant.

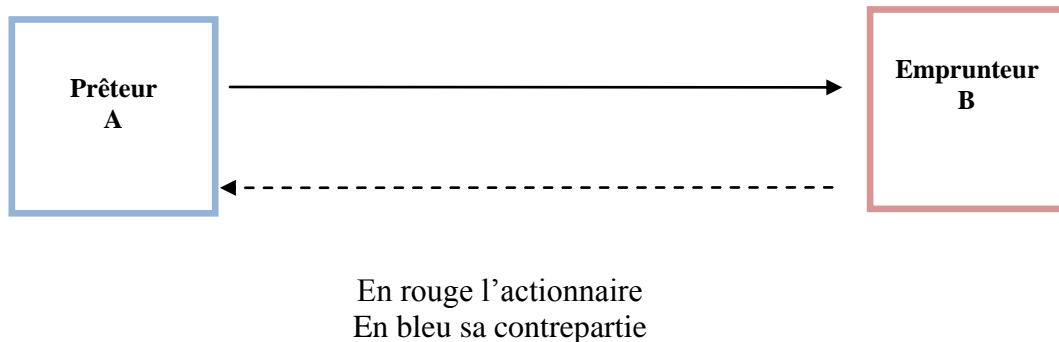


Figure 1 Opération prêt-emprunt de titres

Exercice du droit de vote par l'emprunteur - Le transfert temporaire de propriété des titres sert plusieurs finalités. Cette technique est surtout utilisée pour permettre à l'emprunteur de disposer de titres dont il n'a pas la propriété. Le prêteur y voit une opération de mobilisation. L'emprunteur deviendra grâce à ce mécanisme l'actionnaire et disposera de l'ensemble des droits financiers et politiques dans la société. Dans ses rapports avec la société, l'emprunteur vote dans les assemblées générales et perçoit les dividendes pour la durée du contrat. Cependant, il s'oblige à restituer au prêteur la même quantité de titres que celle qui lui a été initialement prêtée. Il en résulte que l'emprunteur ne supporte pas le risque de dépréciation de la valeur des titres empruntés. Ce risque est supporté par le prêteur qui n'a pas la qualité d'actionnaire pendant toute la durée du contrat de prêt. L'emprunteur peut donc pleinement voter avec les titres empruntés. Il en est devenu le véritable propriétaire et dispose de tous les droits attachés. A priori, son vote n'est donc pas déconnecté d'un intérêt économique et il n'y a pas lieu de le qualifier d'*empty voting*. En pratique, cependant, les choses sont quelque peu différentes. En général, les prêts de titres sont réalisés pour des durées courtes. Par ailleurs, les contrats sont négociés « en open » c'est à dire que chaque partie peut demander sans préavis la fin du contrat de prêt et le retour des titres au prêteur. Ainsi, le prêt est de très courte durée car sitôt ses droits de vote exercés, l'*empty voter* rendra les titres au prêteur qui subira alors les conséquences économique du vote de l'emprunteur.

L'exercice du droit de vote par l'emprunteur entraîne un risque qui a été souligné par le rapport Mansion publié par l'AMF en 2008 sur les opérations de prêt-emprunt de

titres en période d'assemblée générale d'actionnaires¹⁴. Ce rapport a conduit à l'adoption de l'article L.225-126 du Code de commerce, institué par la loi de régulation bancaire et financière du 22 octobre 2010.

Utilisation du prêt de titres - En 2002, le fonds Laxley Partners, actionnaire de British Land, a déposé une série de résolutions contre le conseil d'administration de British Land. Ne détenant que 1 % du capital de British Land, Laxley Partners a emprunté 8 % de titres de la société pour influencer le vote de projets de résolutions qui, in fine, n'ont pas été acceptées par les autres actionnaires¹⁵.

Au Japon, en avril 2005, Nippon Broadcasting System a prêté 13,88 % des actions détenues dans sa maison mère Fuji Television à Softbank Investment pour une période de cinq ans pour éviter que Livedoor puisse mener à terme son offre sur Fuji Television¹⁶.

Si cette pratique peut constituer une source de difficultés, il est cependant difficile d'avoir une appréciation globale de l'influence du prêt-emprunt de titres sur la pratique de l'*empty voting* pour plusieurs raisons :

1 - Il n'existe pas à l'heure actuelle de bilan de la loi du 22 octobre 2010 sur la régulation bancaire et financière. Selon les données recueillies auprès de l'AMF, aucune déclaration n'a été, à ce jour, transmise à ses services de sorte qu'il est difficile de déterminer concrètement l'influence de cette technique sur les cas supposés de vote vide.

2 – Il existe des exemptions liées aux activités de *trading* qui ne dépassent pas un certain seuil (5%). Il n'est donc pas possible de connaître l'étendue exacte de l'utilisation de cet instrument faute de déclarations adressées à l'AMF.

L'étude du prêt de titre doit être complétée par celle des pratiques voisines qui peuvent servir de support à la technique de l'*empty voting* : la pension, la vente à réméré ou encore le portage. Elles permettent également de dissocier le risque économique de la qualité d'actionnaire. Elles sont aussi susceptibles d'être utilisées isolément ou combinées à d'autres.

2) La pension

Définition - La pension¹⁷ est régie par les articles L.211-27 à L.211-34 du Code monétaire et financier. Aux termes de l'article L.211-27 du Code monétaire et

¹⁴ AMF, op.cit., anv. 2008.

¹⁵ Rapport AMF

¹⁶ Affaire Nippon Broadcasting System / Fuji Television / Softbank Investment en 2005 relatée par le Rapport AMF

¹⁷ F.Auckenthaler, Pension, J.-Cl Banque, fasc. 2123, 2012.

financier : « *La pension est l'opération par laquelle une personne morale, un fonds commun de placement, un fonds de placement immobilier ou un fonds commun de titrisation cède en pleine propriété à une autre personne morale, à un fonds commun de placement, à un fonds de placement immobilier ou à un fonds commun de titrisation, moyennant un prix convenu, des titres financiers et par laquelle le cédant et le cessionnaire s'engagent respectivement et irrévocablement, le premier à reprendre les titres, le second à les rétrocéder pour un prix et à une date convenus* ». L'article L.211-34 du Code monétaire et financier prévoit cependant que pour l'application de ses articles L.211-27 à L.211-33, les effets publics et privés sont assimilés à des titres financiers. La pension permet ainsi de réaliser un placement ou un financement sous la forme d'une cession temporaire de titres en propriété. Elle permet au cédant de mobiliser des actifs et d'obtenir un financement.

L'opération de pension est assimilée à une double opération de cession et de rachat à terme ferme. Il s'agit d'une cession temporaire de titres ou de créances accompagnée d'un transfert réel de propriété.

La pension emportant transfert de propriété, le cessionnaire peut exercer les droits attachés aux valeurs prises en pension, notamment les droits de vote. Par ailleurs, le prix de rétrocession sera librement convenu entre les parties. Celui-ci intégrera le prix de cession initiale majoré, équivalent à un intérêt.

Distinctions - La pension est une vente à la différence du prêt de titre. Les deux conventions ont des applications différentes, la pension étant principalement utilisée comme une opération de crédit où les titres sont remis au prêteur d'une somme d'argent en garantie de son remboursement. La remise des titres est l'accessoire du prêt.

Utilisation - La pension peut être utilisée comme une technique d'*empty voting*. Le cessionnaire va pouvoir se comporter en véritable *empty voter* puisqu'il lui sera possible de voter avec les titres du cédant sans supporter le risque économique. Sa seule obligation sera en effet de restituer les titres à l'échéance convenue et avec eux, leur éventuelle dépréciation.

Le risque économique pèse en effet sur le cédant qui doit racheter, à un prix souvent majoré, les actions qu'il détenait avant l'opération de pension. Entre temps, le cessionnaire aura eu tout le loisir de voter avec ces actions sans supporter de risque économique corrélé.

La pension livrée permet donc au cessionnaire de se comporter en véritable *empty voter*. Elle est cependant moins flexible que le prêt de titres et s'inscrit généralement dans une durée plus longue. L'échéance est clairement fixée et le cessionnaire ne peut mettre fin au contrat à sa guise.

3) Vente à réméré

Définition - Prévu par les articles 1659 à 1673 du Code civil, le réméré¹⁸ est le contrat par lequel un vendeur se réserve la faculté de reprendre la chose vendue moyennant la restitution à l'acheteur du prix et des frais. Ainsi, selon l'article 1659 du Code civil : « *La faculté de rachat est un pacte par lequel le vendeur se réserve de reprendre la chose vendue, moyennant la restitution du prix principal et le remboursement dont il est parlé à l'article 1673* ». Le réméré désigne plus largement l'opération juridique dans son ensemble, c'est-à-dire un contrat qui permet de transférer la propriété d'un bien à un acheteur tout en réservant au vendeur la faculté de reprendre le bien dans un délai qui ne peut excéder cinq ans, moyennant la restitution du prix d'achat et de certains frais¹⁹.

Distinction - La vente à réméré se distingue du prêt de titres. Les deux opérations relèvent de natures juridiques distinctes. Dans le cadre du prêt, le transfert de la propriété des titres ne repose pas sur une vente mais sur la remise de choses fongibles à charge d'en restituer d'autres de la même espèce. La remise des titres n'est, en outre, pas nécessairement liée à la remise, en contrepartie, d'un prix en espèces. Le prêt de titres peut fort bien être consenti en « blanc », c'est-à-dire sans garantie particulière. En pratique, toutefois, le prêt peut être assorti d'une remise d'espèces en garantie de la restitution des titres. À l'inverse de la vente à réméré, la restitution des titres constitue une obligation pour les parties et non une simple faculté, comme c'est le cas pour le vendeur à réméré.

Mécanisme - En matière de titres et notamment d'obligations, l'opération consiste à céder à un tiers des titres tout en se réservant la possibilité de racheter ces titres à un prix de rachat convenu d'avance et égal au prix de vente majoré d'intérêts. Le Code civil n'exclut pas les titres financiers du réméré. La seule contrainte qu'il pose, valable quelle que soit la nature du bien vendu à réméré, est que la faculté de rachat puisse s'exercer dans un délai maximum de 5 ans. En effet, aux termes de l'article 1660 du Code civil : « *La faculté de rachat ne peut être stipulée pour un terme excédant cinq années. Si elle est stipulée pour un terme plus long, elle est réduite à ce terme* ». Le réméré sur titres est en général conclu pour une période assez brève et la limite légale de cinq années ne constitue pas, en pratique, un obstacle pour les opérateurs. Elle peut cependant poser problème si la vente est l'instrument d'une opération à moyen ou long terme.

Pour le détenteur initial des titres, le réméré permet d'assurer une plus grande liquidité et une souplesse de gestion. Le réméré porte principalement sur des instruments de taux ou des obligations. Un réméré d'actions est possible mais rare en pratique. Dans ce cas, l'acquéreur exerce le droit de vote, tant dans les assemblées ordinaires qu'extraordinaires. À cet égard, l'annulation éventuelle de la vente ne remettra pas en

¹⁸ F.Auckenthaler, Vente à réméré, J.-Cl Banque, fasc.2122, 2012.

¹⁹ Ibidem, n° 1.

cause les décisions auxquelles l'acheteur aurait pris part²⁰.

Rachat - Le rachat, lorsqu'il est exercé par le vendeur, a pour effet de résoudre rétroactivement le contrat, de sorte que l'acheteur est censé n'avoir jamais été propriétaire des titres. Le vendeur restitue le prix, augmenté du coût du service rendu (indemnité déterminable en fonction de la date de rachat), et l'acheteur restitue, quant à lui, les titres. La vente à réméré conduit économiquement au même résultat lorsque la vente initialement conclue est résolue et qu'en conséquence les actions vendues reviennent à l'acheteur. Dans ces conditions, on comprend qu'il est difficile d'utiliser le réméré de titres comme générateur d'*empty voting*. Pour que l'acheteur puisse se comporter en *empty voter*, il lui est nécessaire d'être certain que le vendeur exercera son option de résoudre la vente. A défaut, il se trouvera pleinement propriétaire des titres. La garantie de l'acheteur vient de ce que les contrats s'établissent généralement à des cours tels que le vendeur à réméré a intérêt à exercer sa faculté de rachat. Si l'*empty voter* vote en faveur de décisions qui font monter le cours de bourse, il est probable que le vendeur, voulant bénéficier d'une hausse du cours, exerce son option. A l'inverse, si les votes font baisser le cours de bourse, l'*empty voter* risque bien de se retrouver actionnaire à part entière, l'aléa économique attaché à son droit de vote.

Dans ces conditions, le réméré est assez risqué pour un *empty voter* et a donc peu de chance d'être utilisé. La pension ou le prêt-emprunt de titres semblent plus propices à cette utilisation, car ce sont des opérations pour lesquelles les *empty voters* sont certains de pouvoir rétrocéder la propriété économique des titres concernés après avoir voté dans les assemblées générales.

4) Portage de titres

Définition - Le portage peut être défini comme une opération où une personne, le porteur, acquiert des titres auprès ou à la demande d'une autre personne, le donneur d'ordre, et cela à charge de les transmettre à un bénéficiaire qui peut être le donneur d'ordre lui-même²¹. Le portage ne fait pas l'objet de transactions régulières sur un marché. L'opération présente un caractère ponctuel et répond à des besoins spécifiques dont l'acquisition, l'organisation ou la transmission d'une entreprise. Éventuellement, le portage peut servir à réaliser un financement assorti de la constitution d'une sûreté-propiété entre les mains du porteur. Le portage est donc une convention qui permet une transmission temporaire de titres, le porteur s'engage simplement à les transférer à son tour au cédant ou à un tiers, selon des modalités convenues dans leur convention.

Les conventions de portage sont souvent conclues à l'occasion de prises de participation qui se veulent discrètes. Plutôt que d'agir à visage découvert, l'initiateur de la prise de contrôle va demander à un intermédiaire financier de souscrire ou d'acheter des droits sociaux de la société cible en lui promettant de lui racheter ces

²⁰ T. com. Seine, 16 juin 1930 : Gaz. Pal. 1930, 2, jurispr. p. 228.

²¹ F.Auckenthaler, Vente à réméré, op.cit., n° 108.

titres et, en sens inverse, en se faisant promettre qu'ils lui seront bien vendus au terme d'une période déterminée.

Utilisation pour un vote vide - Cette convention peut conduire aux mêmes résultats économiques et même juridiques que les précédentes. Tout dépend ici du contenu de la convention passée entre les parties. Pendant l'opération de portage, le porteur possède bien la qualité d'actionnaire, la spécificité de la convention veut qu'il ne prenne pas le risque d'actionnaire ce qui laisse déjà percevoir que le portage peut facilement donner lieu à des situations d'*empty voting*.

Le portage implique bien le transfert des titres au porteur qui en devient propriétaire. C'est donc lui qui doit exercer les droits sociaux attachés aux titres. Toutefois, il est d'usage, en pratique, que le porteur demande l'avis ou les instructions du donneur d'ordre avant de voter aux assemblées.

Ces limites à la liberté du porteur actionnaire dans l'exercice de son droit de vote se justifient doublement par le caractère temporaire de sa qualité d'actionnaire et par l'absence de risque de pertes, qui restent assumés exclusivement par le donneur d'ordre. Cette restriction résulte le plus souvent d'un accord verbal entre les parties au moment du montage de l'opération ce qui tendrait à limiter les cas d'*empty voting*, sans pour autant les rendre impossibles.

S'il ne demande pas au donneur d'ordre des instructions de vote, le porteur peut parfaitement se comporter en *empty voter*. Il vote alors comme bon lui semble mais sans supporter les éventuelles pertes économiques qui pourraient résulter de ce vote. Les conventions de portage peuvent donc être des outils d'*empty voting*, car les acteurs peuvent profiter de ce mécanisme pour voter sans assumer l'aléa économique.

B - Produits dérivés

Notion - Les produits dérivés sont des instruments financiers à terme dont l'énumération figure à l'article L.211-1 du Code monétaire et financier. L'appellation de « produits dérivés » correspond au fait qu'ils se rapportent à un actif sous-jacent dont ils sont dérivés.

Catégories - On regroupe les produits dérivés en trois catégories :

1 - les contrats à terme (futures) qui sont des contrats d'achat ou de vente d'un actif à une échéance et à un prix fixé. Ces contrats à terme peuvent être sur des actifs monétaires ou financiers (effets, valeurs mobilières, indices ou devises ou instruments équivalents) ou sur des marchandises.

2 - les contrats d'option par lesquels l'acheteur de l'option paie une prime contre la faculté d'acquérir (option d'achat) ou de vendre (option de vente) une quantité déterminée d'instruments financiers à un prix et à une date ou pendant une période.

3 - les contrats d'échange (*swaps*) qui sont des contrats d'échange d'actifs ou de flux

financiers (ils peuvent porter par exemple sur des devises ou sur des taux)

Utilisation - Les produits dérivés sont principalement utilisés pour se couvrir contre des fluctuations de taux d'intérêts, de taux de change ou encore de la variation du cours des actions. Ils peuvent être utilisés pour éliminer le risque économique associé à la détention d'actions d'une société, et, en éliminant le risque économique, l'investisseur ne va conserver que le droit de vote et peut donc devenir un *empty voter*. Ces instruments, qui prémunissent l'investisseur contre les fluctuations du taux d'intérêt ou du taux de change, sont ainsi un complément nécessaire dans la stratégie des opérateurs voulant influencer le résultat du vote lors d'une assemblée générale. Les produits dérivés constituent d'ailleurs l'instrument privilégié des *hedge funds* pour devenir *empty voters*. Depuis les années 1980, le marché des produits dérivés s'est intensifié et les montages proposés par les institutions financières se sont complexifiés.

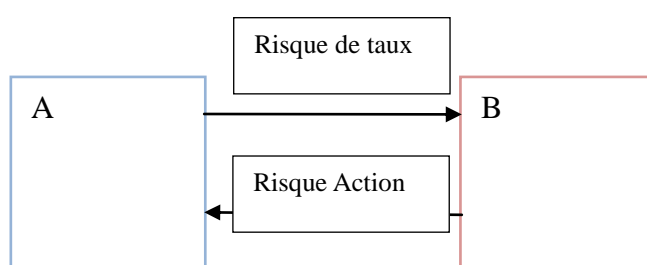
Les produits dérivés étant nombreux, il ne s'agira pas de les examiner dans leur ensemble, mais de traiter ceux qui sont susceptibles de donner lieu à de l'*empty voting*. Nous traiterons successivement l'utilisation des *swaps* d'actions (1) et produits dérivés optionnels tels que les « *calls* » et les « *puts* » (2).

1) Les swaps d'actions ou CFD

Swap - Le *swap* est un contrat par lequel les parties s'échangent le plus souvent des flux d'intérêts ou des devises²². Ce contrat peut également permettre d'échanger un risque relatif à des actions en contrepartie d'un risque relatif à des taux d'intérêt ou obligation. Il s'agit de contrats à terme négocié de gré à gré. Les *swaps* peuvent parfaitement servir d'instruments de couverture d'un risque (de change ou de taux).

²² F.Auckenthaler, Instruments financiers à termes, J-Cl. Banque, fasc. 2050, 2008 ; P-Y. Chabert et P-A. Boulat, Les swaps, Technique contractuelle et régime juridique, éd. Masson, 1991.

Exemple - Dans l'exemple ci-dessous, le contrat de *swap* permet de demeurer formellement actionnaire à B mais de ne plus subir le risque financier relatif à ces actions, ce risque ayant été échangé contre un risque de taux avec A. D'autres situations plus complexes peuvent évidemment se rencontrer. Tel est le cas si A se positionne comme acheteur des actions. Pour se prémunir contre le risque de fluctuation A passe un contrat de *swap* avec B. B va alors se couvrir contre le risque en acquérant des actions de la société. Par ailleurs, il est habituellement admis de pouvoir mettre fin au contrat de *swap* et de récupérer les actions nécessaires à l'exercice du droit de vote. A pourra alors acquérir des droits de vote sans posséder des titres de la société.



En rouge, l'actionnaire (*Empty voter*)
En bleu, la contrepartie

Figure 2 Swaps d'actions ou CFD

Le *swap* est susceptible de plusieurs déclinaisons. A ce titre, le *total return swap* permet d'échanger les revenus et le risque d'évolution de la valeur de deux actifs différents pendant une période de temps donnée.

Total Return Swap - Le *Total Return Swap* est un dérivé du crédit qui se caractérise par l'obligation, incombant à l'une ou l'autre des parties au contrat, de verser une somme d'argent dont le montant est fonction de la variation du niveau d'un sous-jacent. Voici ce qu'en disent les Professeurs Bonneau et Drummond : dans les TRS, « sont échangés, d'une part, des flux qui représentent l'évolution de la rémunération de l'actif sous-jacent contre son coût de portage : Le vendeur de risque transfère à l'acheteur, pendant une période déterminée, l'intégralité des revenus de l'actif sous-jacent et reçoit en contrepartie une rémunération ; d'autre part, des flux qui représentent l'évolution de la qualité de l'actif : En cas d'augmentation de valeur de l'actif sous-jacent, le vendeur du risque verse à l'acheteur une somme définie en fonction de cette augmentation, et à l'inverse, en cas de dépréciation de l'actif, c'est l'acheteur qui verse au vendeur une compensation »²³. Avec un *Total Return Swap*, l'acheteur de protection peut transférer au vendeur de protection, un double risque : le risque de contrepartie (défaillance du débiteur) et le risque de marché généré par l'actif sous-jacent. L'acheteur s'engage à transférer au vendeur l'intégralité des revenus générés par l'actif sous-jacent, pendant une durée déterminée. Il s'engage également,

²³

Th. Bonneau et Fr. Drummond, Droit des marchés financiers, *Économica* 2010, 3e éd. n° 167, p. 254.

en cas d'appréciation de la valeur de l'actif sous-jacent, à lui verser une somme calculée en fonction de la plus-value constatée. En contrepartie de quoi, le vendeur de protection s'oblige à payer une rémunération calculée sur un indice officiel à quoi vient s'ajouter une prime. Il s'engage également, en cas de dépréciation de l'actif, à verser à l'acheteur de protection une compensation couvrant l'étendue de la moins-value. Lorsqu'un événement entraîne cette dépréciation de l'actif avant l'échéance, le contrat peut être résilié et le règlement pourra immédiatement intervenir²⁴. Ainsi le payeur du *swap* n'a plus d'exposition économique à l'actif, objet du *swap*. Ce mécanisme consiste donc à dissocier la propriété juridique et la propriété économique de l'actif. Lorsque le *swap* est par exemple conclu avec une banque, celle-ci peut encourir le risque économique et l'opérateur conservera pourtant le droit de vote, ce qui fait de lui un *empty voter*.

D'autres situations sont possibles, notamment celle où l'opérateur va céder ses titres à la banque en guise de couverture. Cette dernière va alors devenir *empty voter*.

2) Les produits dérivés optionnels

Put et call - Une option est un contrat qui confère à une partie, appelée l'acheteur de l'option, la faculté d'acquérir (option d'achat ou *call*), ou de vendre (option de vente ou *put*) à une autre partie, appelée vendeur de l'option, une quantité déterminée d'un actif sous-jacent à un prix d'exercice convenu²⁵. Ce contrat suppose deux éléments : un élément définitif, qui est la faculté d'option cédée par le vendeur de l'option à l'acheteur de l'option et un élément optionnel représenté par la liquidation de la négociation à la demande de l'acheteur. L'acheteur de l'option peut lever ou pas l'option. L'exercice proprement dit de l'option dépend de l'acheteur.

Nature juridique - La doctrine s'accorde à considérer que les options d'achat et de vente doivent s'analyser comme des promesses unilatérales de contracter, consenties à titre onéreux par le vendeur de l'option, qui sont susceptibles de déboucher sur des contrats de vente ou d'achat passés sur un marché à terme ferme²⁶. Le recours à des options peut être motivé par une volonté de couverture afin de se prémunir contre le risque de baisse de cours. Il peut être également motivé par une tentative de spéculation si l'opérateur cherche à profiter des fluctuations de cours. Enfin, une stratégie d'arbitrage peut également être recherchée afin de fixer un prix d'achat ou de vente jugé acceptable pour les instruments financiers détenus ou recherchés.

Un investisseur peut ainsi posséder des titres et supprimer tout aléa économique en achetant un *call* et en vendant un *put* d'une valeur équivalente. Grâce à cette stratégie, il va devenir *empty voter* car les fluctuations économiques liées au titres seront neutralisées, aussi bien à la hausse qu'à la baisse.

²⁴ A.Couret, H.Le Nabasque, M.-L.Coquelet, T.Granier, D.Poracchia, A.Raynouard, A.Reygrobellet, D.Robine, Droit financier, op.cit, p.823.

²⁵ Idem, p.779.

²⁶ Th.Bonneau, F.Drummond, Droit des marchés financiers, Economica, 3^e éd., 2010, p.269.

En définitive, les techniques financières qui permettent l'*empty voting* sont multiples et n'ont de limite que l'imagination de la pratique. On peut cependant relever que le dénominateur commun entre toutes ces situations est bien la déconnexion entre la propriété économique des titres, c'est à dire le risque capitalistique et l'exercice des droits de vote attaché à ces titres.

Afin de déterminer ce que recouvre exactement la pratique de l'*empty voting*, il convient dans un troisième temps de recenser les situations rencontrées afin d'identifier les figures communes.

Section III - Classification

Motivations des *empty voters* - Il est nécessaire de s'interroger sur les raisons pour lesquelles un actionnaire souhaite concourir à l'adoption d'une décision sociale sans en supporter les effets. Pour quelle raison un actionnaire votera une résolution en assemblée générale alors que son vote ne lui procure ni perte ni gain ? Un tel comportement semble a priori suspect et se pose bien sûr la question de sa légitimité. Il est possible de penser que cet actionnaire vote non pour promouvoir les intérêts de la société mais pour satisfaire un intérêt personnel étranger à la société. Le risque est d'autant plus important que le *decoupling* est rarement révélé.

En réalité, les raisons qui poussent un actionnaire à recourir à cette technique sont diverses. Il est cependant possible de les regrouper selon l'objectif recherché en trois catégories que nous examinerons successivement.

L'exercice des droits reconnus à l'actionnaire peuvent être utilisés dans un but contraire à leur finalité (A). De plus, la technique de l'*empty voting* peut être associée à une situation d'actionnaire occulte afin de contourner des règles impératives (B), voire des règles d'ordre public (C).

A – *Empty voting* et exercice d'une prérogative reconnue à l'actionnaire dans un but contraire à sa finalité : situations d'abus de droit

En principe, l'intérêt de l'actionnaire est de voter dans le sens qu'il estime le plus favorable à celui de l'entreprise.

En effet, les conséquences des décisions adoptées en assemblée générale ont une incidence directe sur la valeur de ses actions.

Lorsque l'actionnaire peut totalement être garanti contre les répercussions financières de son vote, il n'existe plus aucune garantie que le droit de vote soit exercé dans l'intérêt de la société. Tous les abus sont possibles. Le droit de vote de l'actionnaire est alors exercé dans un but contraire à sa finalité, notamment : l'adoption de résolutions favorables à l'*empty voter* (1), l'expression du mécontentement face au management de la société (2) ou la mise en place d'une défense illégitime de la société (3)

1) L'adoption de résolutions dans le but de privilégier l'*empty voter* au détriment de la société

Conflit d'intérêts - Le vote vide peut être un instrument de pouvoir au sein de la société. L'*empty voter* va en effet chercher à acquérir un maximum de droits de vote en supprimant l'aléa économique afin de pouvoir voter sans supporter les

conséquences économiques de son vote.

Ce comportement laisse présumer que ce vote est effectué dans un intérêt personnel situé hors la société parce qu'il n'a pas d'intérêt dans la société ; puis on présume que son intérêt personnel lui dicte un vote contraire à l'intérêt social. Il y a donc deux présomptions. La motivation première des *empty voters* seraient bien souvent de vouloir faire adopter des résolutions en assemblée générale qu'ils jugent positives essentiellement pour eux-mêmes. Bien souvent des actionnaires ont des intérêts non seulement dans la société mais encore dans d'autres entreprises et ces intérêts peuvent effectivement entrer en conflit. Or, prétendre que le vote ainsi émis est contraire à l'intérêt de la société parce que l'actionnaire en question sert des intérêts personnels extérieurs à la société, suppose de démontrer que les autres actionnaires n'ont tenu compte que du seul intérêt social. Il n'existe aucune raison de distinguer les actionnaires détenant des intérêts extérieurs à la société et les autres. Cette présomption de vote abusif revêt ainsi un caractère discriminatoire et n'est donc pas a priori justifiée²⁷.

Intérêt personnel et intérêt social - D'ailleurs, rien ne prouve que l'intérêt personnel de l'*empty voter* soit nécessairement contraire à celui de la société. Dans certains cas, les *empty voters* vont chercher à faire adopter des résolutions dont ils pensent que la société bénéficiera. Dans ce cas de figure, il s'agira par exemple d'un actionnaire de l'entreprise qui va avoir recours à l'*empty voting* afin de réunir temporairement assez de droits de vote pour faire adopter la résolution litigieuse. Un actionnaire minoritaire qui souhaite absolument que l'entreprise procède à un emprunt obligataire ou lance une augmentation de capital n'aura bien souvent d'autre choix que de recourir à l'*empty voting* pour faire entériner ses choix par l'assemblée générale des actionnaires, faute d'une majorité acquise.

L'*empty voting* peut ainsi permettre à un actionnaire minoritaire, souvent passif, d'acquérir un très grand nombre de droits de vote pour faire passer une résolution ponctuelle. Cette décision que l'*empty voter* souhaite voir prendre peut en effet n'être que bénéfique à long terme pour la société, entraînant une chute du cours de bourse à court terme et expliquant le blocage des autres actionnaires.

L'un des avantages de l'*empty voting* peut résider dans la possibilité d'adopter des décisions controversées, mais nécessaires dont les avantages n'apparaissent pas immédiatement. C'est donc un moyen de surmonter le blocage des actionnaires qui ne souhaitent pas prendre des risques immédiats en faisant baisser le cours des titres. L'*empty voter*, qui est le plus souvent couvert contre le risque économique, peut ainsi voter en ayant pour seul objectif l'intérêt de la société. Ce vote « altruiste » n'est pas toujours recherché, car dans beaucoup de cas, ce dernier vote dans un intérêt purement personnel.

Affaire Perry/Mylan - L'affaire Perry/Mylan²⁸ illustre bien ce cas de figure.

²⁷ D.Schmidt, *Empty voting*, *op.cit.*

²⁸ J.R.Macey, *Corporate Governance*, Princeton University Press, 2008, p.217 ; H. T.C. Hu, B.Black, *Hedge funds, Insiders, and the Decoupling of Economic and Voting Ownership: Empty Voting and Hidden*

Ce cas classique d'*empty voting* concerne l'acquisition de King Pharmaceuticals par la société Mylan Laboratories qu'elle comptait réaliser en 2004. Perry corporation, un hedge fund, qui avait une position importante dans le capital de King et qui souhaitait que cette transaction se réalise, va en effet faire voter une résolution de l'assemblée des actionnaires en faveur d'une OPA alors que celle-ci semble néfaste pour la société et ses actionnaires. Mylan allait surpayer son acquisition de King et le marché répercutait cela par une importante baisse du cours de son action. Pourtant Perry, devenu actionnaire *empty voter* de Mylan et directement intéressé à l'acquisition de King dont il était aussi actionnaire, a réussi à faire en sorte que l'assemblée des actionnaires se prononce en faveur de cette offre de rachat. Mais, il n'en a pas eu à supporter les conséquences économiques comme actionnaire de Mylan puisque les contrats de *swaps* le couvraient contre les risques de dépréciation des titres de cette société.

Au même moment, un autre fonds d'investissement, Citadel, a vraisemblablement suivi la même stratégie en acquérant 4,4% de Mylan et votant en faveur de l'acquisition de King.

Cette opération a fortement déplu à certains actionnaires de Mylan, opposés à la fusion, l'un d'eux a poursuivi en justice Mylan et Perry pour violation des lois boursières fédérales et notamment de la section 13 (d) du Securities Exchange Act de 1934. Il s'est basé sur le fait que Perry et d'autres *hedge funds* détenaient 19 % des droits de vote de Mylan tout en ayant un intérêt économique négatif dans la société. L'action en justice est devenue caduque puisque Mylan avait abandonné l'acquisition en raison de graves problèmes comptables découverts au sein de King.

La Securities Exchange Commission a sanctionné toutefois le hedge fund par une amende de 150 000 dollars. La SEC a estimé que le hedge fund devait dévoiler qu'il avait accumulé près de 10% de la société Mylan étant donné que les deux sociétés envisageaient de fusionner.

Cette transaction illustre la vulnérabilité des entreprises à capital ouvert aux manœuvres de plus en plus habiles des *hedge funds*. Dans ces cas de figure, l'*empty voting* est néfaste pour la société concernée. La décision que l'*empty voter* cherche à faire adopter peut en effet être en contradiction avec l'intérêt social et celui des autres actionnaires.

Par conséquent, même s'il est difficile de soutenir l'existence d'une présomption de vote abusif contraire à l'intérêt social, il reste que cette technique peut être utilisée comme un instrument de pouvoir au sein de la société en permettant l'adoption de résolutions voulues par l'*empty voter* mais qui ne sont pas nécessairement dans l'intérêt de la société et des autres actionnaires. Ces décisions seront plus ou moins bénéfiques pour la société selon les cas, il est donc nécessaire de distinguer l'*empty voting* abusif de celui qui est susceptible d'être légitime.

(Morphable) Ownership, European Corporate Governance Institute Finance, Working Paper No. 56/2006, 2006, p.4 ; C.Ford, C. Liao, Power Without Property, Still : Unger, Berle, and the Derivatives Revolution, Seattle University Law Review, Vol. 33:4, 2010, p.889.

2) L'expression du mécontentement face au management de la société

Révocation ou avertissement - L'autre raison pour laquelle cette technique est utilisée est la sanction de la direction de la société. En effet, les actionnaires minoritaires n'ayant pas suffisamment d'influence pour contrer une direction dont ils ne seraient pas satisfaits mais qui est soutenue par quelques actionnaires importants qui bloquent toute révocation, seraient tentés de recourir à cette technique.

Dans ce cas, l'actionnaire minoritaire peut acquérir suffisamment de titres pour révoquer des dirigeants qui ne donneraient pas entière satisfaction ou dont la ligne stratégique ne serait pas similaire à la sienne.

La révocation est donc possible grâce à cette technique, mais sans aller jusque-là, cette technique peut être utilisée pour envoyer des avertissements à la direction, par exemple grâce au vote concernant la rémunération. Ainsi, un *empty voter* pourrait bloquer le bonus de certains dirigeants afin d'exprimer son mécontentement et d'envoyer un signal clair à ces derniers.

Proxy fight - C'est surtout à l'occasion des *proxy fights* ou *proxy contest* que l'*empty voting* peut devenir important. Il s'agit d'une pratique importante aux Etats-Unis, bien qu'elle ait été à l'origine mal perçue²⁹.

Les *proxy fight* consistent en une sollicitation de mandats. Un actionnaire, ou un groupe d'actionnaires, dissident par rapport à la direction en place, voire un tiers à la société, tente, en vue de la convocation prochaine d'une assemblée générale, d'obtenir le vote d'une résolution qu'il défend. Pour y parvenir, étant donné qu'il ne dispose pas de la majorité, il cherche à s'assurer le concours d'autres actionnaires, notamment des actionnaires minoritaires. Il va donc chercher à les réunir autour de son action en leur demandant de lui conférer un mandat de vote. Le mécanisme fonctionne ainsi sur une collecte de procurations. Les objectifs des *proxy fights* sont variés. Ils souhaitent le plus souvent solliciter des sièges au conseil d'administration afin d'influer sur la direction de la société. Ils peuvent aussi tout simplement changer l'équipe de direction en place. Derrière cette collecte de mandats, il peut aussi y avoir une volonté de prise de contrôle de la société. Cette technique peut donc être considérée comme un moyen de changer la direction de la société, mais aussi la prise de contrôle d'une société cotée dont le capital est dispersé³⁰.

Les craintes d'un activisme actionnarial non maîtrisé ont conduit les rédacteurs de l'ordonnance du 9 décembre 2010³¹ à insérer un nouvel article L. 225-106-2 dans le

²⁹ J.H. Mulherin et A. B. Poulsen, Proxy contests and corporate change: implications for shareholder wealth, *Journal of Financial Economics*, 1998, vol. 47, p. 279.

³⁰ T. de Ravel d'Esclapon, Batailles de procurations : une nécessaire réglementation ?, *LPA*, 5 octobre 2009, n° 198, p. 5.

³¹ Ordonnance n° 2010-1511 du 9 décembre 2010 portant transposition de la directive 2007/36/ CE du 11 juillet 2007 concernant l'exercice de certains droits des actionnaires de sociétés cotées.

Code de commerce pour encadrer les sollicitations actives de mandat, mesure qui ne figure pas dans la directive n° 2007/36/CE du 11 juillet 2007 concernant certains droits des actionnaires. Le Code définit cette sollicitation comme étant le fait pour toute personne de proposer à un ou plusieurs actionnaires, sous quelque forme que ce soit, de recevoir procuration pour les représenter en assemblée d'une société dont les actions sont admises aux négociations sur un marché réglementé ou sur Alternext. Ces personnes se livrant à une sollicitation de mandat ainsi définie ont l'obligation d'adopter une politique de vote et celle-ci doit être rendue publique dans un document. Le décret d'application précise les éléments qui doivent figurer dans ce document, retranscrit à l'article R. 225-82-3 du Code de commerce.

Un *empty voter* pourrait ainsi renverser la direction en place de la société grâce au recours aux procurations lorsque cette pratique n'est pas encadrée et ainsi proposer une liste de nouveaux dirigeants qui auraient ses faveurs. L'*empty voting* peut ainsi parfaitement être utilisée pour obtenir le remplacement de certains membres du conseil d'administration. Le management de la société peut donc être totalement bouleversé par le recours à cette technique. Il existe quelques exemples de cet usage, notamment l'affaire British Land/Laxey Partners.

Affaire British Land c/ Laxey Partners - En 2002, le fond Laxey Partners détenait environ 1% du capital et des droits de vote de British Land³². Cet actionnaire était mécontent des résultats de la société et voulait qu'une partie de son activité soit cédée. Il proposait aussi le remplacement de la direction. Laxey Partners réussit alors à faire circuler sa proposition de changement des dirigeants qui ont été amenés à réagir en distribuant un contre argumentaire. C'est avec surprise que les dirigeants ont découvert à l'assemblée générale annuelle des actionnaires que Laxey était en possession de 9% des droits de vote, en ayant emprunté 8% juste avant la « record date ».

Fort de ces 9 % Laxey Partners a réussi à faire circuler sa proposition de scission de la société et de changement des dirigeants. Ces derniers ont été amenés à réagir en faisant circuler une contre argumentation aux actionnaires défendant leurs choix. Finalement, la proposition de Laxey Partners n'a pas été adoptée et a provoqué le départ du fonds. Cependant, cette proposition a surtout permis aux actionnaires minoritaires de prendre conscience des problèmes de British Land et de les sensibiliser à mieux surveiller les dirigeants de la compagnie.

Cet exemple démontre la capacité de la technique de l'*empty voting* à servir d'instrument de sanction ou d'avertissement en direction des dirigeants. Il permet aussi aux autres actionnaires de réaliser les difficultés que peut rencontrer la société, difficultés qu'individuellement, ils n'auraient pas été en l'état de mettre au jour en raison du coût d'information trop élevé.

³² H.Hu, B. Black, The new vote buying and Hidden (Morphable) ownership, Southern California Law Review, Vol. 79, may 2006, number 4, p.817.

3) - Technique de défense de la société

Soft Parking - Contrairement aux objectifs précédents qui font intervenir des actionnaires extérieurs à la société, l'*empty voting* peut aussi être utilisé comme moyen de défense par la société elle-même. Pour contourner l'interdiction pour une société de voter avec des actions auto-détenues et les actions d'auto-contrôle, la société va utiliser la technique du *soft parking* qui lui permet de remettre des actions en mains amies qui voteront dans son intérêt³³.

Dans ce cas, ces tiers s'engagent souvent officieusement à voter dans un sens favorable à la société ou à son dirigeant. La société peut en effet entrer dans un *swap* de ses propres actions avec sa banque que cette dernière va sécuriser en acquérant un nombre équivalent d'actions de la société. Par cette opération de couverture, la banque va donc disposer des droits de vote attachés aux actions. Dans l'opération de *swap*, la banque va voter comme le souhaite la société. Il est peu probable qu'elle le refuse, car généralement, il s'agit de sa cliente. Elle va donc voter dans le sens indiqué. Une autre technique possible consiste bien sûr dans le prêt de titres à des amis qui vont voter dans un sens favorable au prêteur. L'emprunteur va ainsi agir en agent de la société, votant pour son compte sans souffrir d'aléa économique car in fine la société récupérera ses propres titres.

Affaire OMV/MOL - L'affaire OMV de 2007 est assez caractéristique de l'utilisation de l'*empty voting* comme moyen de défense pour la société³⁴. OMV, une société autrichienne de production de gaz et de pétrole a augmenté sa participation dans un concurrent hongrois, MOL, passant de 10% de capital détenu à 18,6 %. La société OMV a lancé une OPA hostile sur la société MOL. Afin de se défendre, la société MOL a déclenché un programme de rachat d'actions et a racheté près de la moitié de son capital par acquisition du flottant. MOL détenait alors directement 7,8 % de ses titres et les 41 % restant ont été prêtés à deux banques hongroises. MOL a dû dépenser 2 milliards de dollars pour racheter ses propres titres. L'*empty voting* a ici permis de jouer le rôle de technique de défense. En effet, le droit hongrois ne permet pas à une société de voter avec ses propres actions. Pour contourner cette interdiction, MOL a prêté les titres rachetés à des banques qui, bien qu'en théorie libres de voter comme bon leur semble, ne pouvaient pas vendre les titres et étaient enclines à voter dans un sens favorable à la société. Les banques ont ainsi conservé les titres et se sont prononcées contre l'OPA.

ESOP - Une autre possibilité consiste pour la société à attribuer des titres à ses salariés. Cette attribution peut être gratuite ou intégrée dans le cadre d'un programme incitatif de développement de l'actionnariat salarié. Aux États-Unis, il s'agit des plans *employee stock ownership* ou *ESOP*. Les salariés semblent voter systématiquement

³³ H.T.Hu, B.Black, Equity and Debt Decoupling and Empty Voting II : Importance and Extensions, *op.cit.*, p.642.

³⁴ Ibidem, p.647.

contre une OPA puisqu'il en va de leur emploi³⁵.

Dans une autre approche, la société peut placer les titres destinés aux salariés dans un trust en attendant le moment de leur attribution effective auxdits employés. Le trustee peut-être toute personne, y compris des dirigeants de la société. Les salariés bénéficient ainsi de la propriété économique des titres alors que la société va posséder les droits de vote par le biais de l'un de ses dirigeants, le trustee.

Le trustee devient de ce fait un *empty voter* et pourra voter dans un sens favorable à la direction de la société. Il s'agit d'une technique un peu différente du *soft parking* puisque les titres détenus par les salariés et le droit de vote peuvent être exercée par les organes de la société.

L'*empty voting* peut ainsi servir grâce à la technique du *soft parking* et celle des *ESOP* comme un instrument de protection de la société. Elle contourne ainsi les dispositions impératives relatives à l'autocontrôle. Dans certains cas, la société peut devenir elle-même un *empty voter* pour se défendre.

En général, les *empty voters* ont recours à des techniques sophistiquées qui peuvent être utilisées pour acquérir une position dans une société, qu'il s'agisse du recours à des options d'achat, des *equity swaps* ou encore des *Contracts for Difference*. Les exemples d'utilisation de ces instruments se sont multipliés ces dernières années pour acquérir une influence potentielle dans une société, sans avoir à révéler sa participation. Ces pratiques posent des problèmes au regard de l'information des autres actionnaires, de la société et du marché, d'autant qu'elles s'appuient souvent sur la mise en place d'actions concertées avec d'autres acteurs dont les intentions demeurent cachées. Elles peuvent confiner à la fraude.

B – Hidden ownership et contournement d'une règle impérative : situations de fraude

La fraude consiste à contourner l'application d'une règle obligatoire en se plaçant en dehors de son champ d'application dans le seul but de l'éviter. Dans une situation d'*hidden ownership*, l'actionnaire occulte reste dans l'ombre, le plus souvent pour contourner les conséquences attachées au franchissement d'un seuil ou encore pour éviter artificiellement son franchissement.

Tel est le cas des seuils fixés par : la réglementation de la transparence en matière de déclaration d'intention (1) ou de la réglementation des offres publiques en matière d'offre publique d'achat obligatoire (2) ou de procédure de retrait forcé (3).

Plus généralement tout seuil posé par le droit des sociétés pourrait être contourné par une situation d'*hidden ownership*. Tel est par exemple le cas de l'encadrement de l'auto-contrôle (4).

³⁵

Ibidem, p.648.

1) Le contournement des seuils de la réglementation relative à la transparence imposant une déclaration d'intention

Le contournement des règles du franchissement de seuil - La réglementation européenne en matière de transparence impose une information continue dès qu'un événement modifie la structure des participations ayant une incidence sur la répartition des droits de vote en résultant. Doivent ainsi être déclarés le franchissement des seuils de 5 %, 10 %, 15 %, 20 %, 25 %, 30 %, 50 % et 75³⁶. La réglementation sur les franchissements de seuil repose sur la comparaison entre deux données : d'un côté, le pourcentage de capital ou de droit de vote qu'une personne détient, seul ou de concert avec d'autres, dans une société cotée ; d'un autre côté, le montant du capital ou le nombre de droits de vote. Le but recherché est la transparence et l'information du marché et bien entendu la protection des actionnaires minoritaires.

Cette réglementation est devenue, avec le temps très complexe, et n'est pas toujours facile à manier. Cette complexité s'explique par la combinaison de deux éléments. Ces règles poursuivent en effet deux objectifs qui ne sont pas transposables. D'une part, le dispositif vise à informer le marché en général à travers une obligation de déclaration des franchissements de seuils auprès de la société (art.L.233-7, I) ainsi que l'AMF (art.L.233-7, II), qui se complète à l'occasion du franchissement de certains seuils (seuils de 10%, 15%, 20%, 25% du capital ou droits de vote) d'une obligation d'intention (art.L.233-7, VII). La réglementation vise aussi à protéger les droits des minoritaires en imposant aux majoritaires, de déclencher une offre publique (OPA obligatoire ou offre publique de retrait) lorsque certains seuils sont atteints³⁷.

L'actionnaire occulte se soustrait à cette obligation de déclaration en prenant un intérêt économique dans la cible dépassant l'un des seuils autorisés sans pour autant apparaître officiellement comme actionnaire. Une telle situation représente une partie très significative des affaires de vote vide.

Exemple - Prenons l'exemple suivant : une société A détient 3% des actions d'une société B. La société A acquiert des options d'achat de la société B à hauteur de 4.95% de son capital, des *swaps* d'actions auprès de 7 banques à hauteur de 28 % du capital de la société B (auprès de chaque banque, le pourcentage ne dépasse pas les 4%). Lors de l'assemblée, les Banques votent sur les instructions données par la société A. Les *swaps* sont, par la suite, amendés pour permettre une livraison de titres à la place d'une livraison de numéraire. Lors de l'assemblée générale de la société B, les résolutions soutenues par la société A sont adoptées.

Continental/Schaeffer - De telles situations peuvent encore échapper aux obligations

³⁶ 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

³⁷ A.Couret, H.Le Nabasque, M.-L.Coquelet, T.Granier, D.Poracchia, A.Raynouard, A.Reygrobelle, D.Robine, Droit financier, op.cit., p.755.

de déclaration. Cet exemple est directement à rapprocher de la situation Continental/Schaeffer intervenue en Allemagne en 2009³⁸. Dans cette affaire Continental a demandé à plusieurs reprises au BAFin (Federal Financial Supervisory Authority) d'intervenir à l'égard de Schaeffer qui avait tenté de prendre une participation significative et occulte dans Continental par l'intermédiaire principalement de *swaps*. Par la suite, Schaeffer a fait une offre de rachat ; offre rejetée par Continental car le prix proposé n'était pas suffisant. Schaeffer détenait directement 8% du capital mais également 28% par l'intermédiaire de *swaps* auprès des banques soit environ 36% du capital de Continental. Le BAFin n'a cependant pas estimé que Schaeffer doit déclarer un franchissement de seuil du fait de sa détention indirecte de 28 % du capital de Continental.

De telles situations méconnaissent naturellement la réglementation en matière de transparence et de ce fait portent notamment atteinte aux intérêts des autres actionnaires. Le cours de bourse ne reflète pas dans ce cas l'ensemble des informations qui auraient dû être divulguées.

Le plus souvent, ces agissements sont le prélude à une offre publique qui sera par la suite déposée par l'actionnaire occulte. L'absence de déclaration des franchissements de seuils lui permet à moindre coût de prendre une participation rampante dans la cible. Ici aussi, l'intérêt des actionnaires minoritaires est lésé puisqu'ils ne pourront pas pleinement profiter de la hausse du cours de leurs actions qui aurait pu résulter de l'annonce du franchissement de ces seuils. Cette rupture d'égalité est finalement préjudiciable à la confiance du public dans l'intégrité des marchés réglementés.

2) Le contournement des seuils des offres publiques obligatoires

Le contournement des offres publiques obligatoires - Un phénomène similaire, bien que moins répandu, se constate à propos de l'obligation de déposer une offre publique. En effet, la décision de déposer un projet d'offre publique n'est pas toujours l'expression d'un libre choix. Dans certains cas, ce dépôt d'offre publique est imposé³⁹. On parle alors d'offres publiques obligatoires. En application du droit européen⁴⁰, l'acquisition par un actionnaire d'une participation dans une société lui conférant son contrôle l'oblige à déposer d'une offre publique d'achat. Cette obligation de dépôt a pour objectif de lutter contre les prises de contrôles rampantes par ramassage en bourse. Le ramassage consiste à acquérir les titres d'une société cotée par petits bouts jusqu'à en prendre totalement le contrôle. L'opération est en principe réalisée dans la discrétion. Par son caractère opaque, elle porte atteinte au principe de transparence, mais aussi à l'égalité des actionnaires car le contrôle est acquis sans qu'en soit payé le juste prix et sans que les actionnaires minoritaires

³⁸ Continental and Schaeffler - Losing its bearings, The Economist, 12 mars 2009.

³⁹ J-P.Martel, A.Marraud des Grottes, Les offres publiques obligatoires et les offres publiques volontaires, in Les offres publiques d'achat, Litec, 2009, p.317 s.

⁴⁰ Directive 2004/25/CE du Parlement Européen et du Conseil du 21 avril 2004 concernant les offres publiques d'acquisition

n'aient la possibilité de sortir de la société⁴¹.

Aux termes de l'article L.433-3 I du Code de commerce, lorsqu'une personne physique ou morale « *actionnaire d'une société dont le siège social est établi en France, et dont les actions sont admises aux négociations sur un marché réglementé d'un Etat membre de l'Union européenne ou d'un autre Etat partie à l'accord sur l'Espace économique européen, agissant seule ou de concert au sens de l'article L. 233-10 du code de commerce, venant à détenir, directement ou indirectement, plus des trois dixièmes du capital ou des droits de vote, ou détenant, directement ou indirectement, un nombre compris entre trois dixièmes et la moitié du capital ou des droits de vote et qui, en moins de douze mois consécutifs, augmente sa détention en capital ou en droits de vote d'au moins un cinquantième du capital ou des droits de vote de la société, est tenue d'en informer immédiatement l'Autorité des marchés financiers et de déposer un projet d'offre publique en vue d'acquérir une quantité déterminée des titres de la société* ».

Sanction - À défaut de dépôt, les titres détenus au-delà de la fraction de 30% sont privés de tout droit de vote. La privation du droit de vote revêt cependant un caractère temporaire, elle est maintenue tant que l'offre n'a pas été déposée.

Ces règles sont susceptibles d'être contournées par l'actionnaire resté occulte qui évite ainsi de se soumettre à cette obligation pouvant naturellement s'avérer très onéreuse. Plusieurs cas relevés par H.T.C Hu et B. Black en 2008 montrent que ce risque existe. Tel a ainsi été le cas des affaires Banca Antoon-veneta/ Banco Popolare di Lodi (2005 Italie) ; Fiat / Agnelli (2005 Italie) ; Fondiaria/ SAI (Italie 2001) ; John Fairfax Holdings / Brierley Investments (Australie 1997).

Atteinte aux droits des actionnaires minoritaires - De tels agissements portent naturellement atteinte à l'intérêt des actionnaires minoritaires. L'obligation de déposer une offre publique d'achat, à un prix jugé équitable par un expert indépendant, leur permet, s'ils n'adhèrent pas aux projets du nouvel actionnaire, de sortir à des conditions satisfaisantes. Aussi longtemps que l'actionnaire occulte ne révèle pas la prise de contrôle, les autres actionnaires vont *de facto* subir les décisions qu'il impose. Ici aussi, le comportement de l'actionnaire occulte porte atteinte à la confiance du public dans l'intégrité des marchés réglementés.

3) Le contournement de seuils de la réglementation en matière de retrait obligatoire

Le contournement de la réglementation en matière de retrait obligatoire - Afin de limiter le coût occasionné par la présence sur un marché réglementé, il est possible d'imposer le rachat de la participation des actionnaires minoritaires. Inspiré du *squeeze out*⁴² américain et introduit en droit français par la loi n° 93-1444 du 31

⁴¹ A.Couret, H.Le Nabasque, M.-L.Coquelet, T.Granier, D.Poracchia, A.Raynouard, A.Reygrobellet, D.Robine, Droit financier, op.cit., p.983.

⁴² A. de Foucaud, A.Goix, Le squeeze-out à la française, Banque et droit, mars-avr.1995, p.15.

décembre 1993, le retrait obligatoire concerne le cas où la quasi-totalité des titres sont concentrés en une seule main, ce qui peut altérer la liquidité et peser sur le cours. Il n'y a donc aucun intérêt à maintenir la cote d'un titre qui n'a plus d'existence boursière, faute de liquidité suffisante. En application du droit communautaire, cette procédure de rachat obligatoire peut être imposée par celui qui détient entre 90 et 95% de la société concernée, ce seuil pouvant varier à l'intérieur de cette fourchette selon les Etats membres.

Le retrait obligatoire peut constituer le prolongement d'une offre publique de retrait inachevée, mais aussi de toute offre publique dès lors qu'à l'issue de cette offre, les titres non présentés par les actionnaires minoritaires ne représentent pas plus de 5% du capital ou des droits de vote (art. L.433-4 III, Règl. gén. AMF, art.237-14).

La fraude consistera ici à invoquer le franchissement d'un seuil alors qu'en réalité la participation de l'actionnaire concerné est inférieure au seuil fixé. À notre connaissance, il n'existe qu'un exemple d'une telle situation en Europe : l'affaire ayant concerné Linder Holding KGaA en Allemagne en 2006.

Atteinte aux droits des actionnaires minoritaires - L'atteinte occasionnée aux intérêts des actionnaires minoritaires par de tels agissements est évidente. La procédure de retrait obligatoire confère des prérogatives exorbitantes. De telles prérogatives ne justifient un sacrifice des actionnaires minoritaires que dans la mesure où l'importance des coûts générés par la présence sur un marché réglementé devient manifestement disproportionnée au regard des intérêts de ces minoritaires.

4) Le contournement de l'interdiction de l'auto-contrôle

Droit européen - La directive de 1976⁴³ qui coordonne le droit des sociétés des Etats membres s'applique également aux sociétés dont les titres ne sont pas admis sur un marché réglementé. Le texte prévoit notamment que les États membres peuvent permettre, sous certaines conditions, à une société d'acquérir ses propres actions. Outre le respect de ces conditions, les Etats membres peuvent plafonner à 10% du capital souscrit ces actions d'auto-contrôle ; qu'en tout état de cause, la société ne pourra pas voter avec ses propres actions.

Droit français - En droit français, l'article L. 233-31 du Code de commerce dispose que « *lorsque des actions ou des droits de vote d'une société sont possédés par une ou plusieurs sociétés dont elle détient directement ou indirectement le contrôle, les droits de vote attachés à ces actions ou ces droits de vote ne peuvent être exercés à l'assemblée générale de la société. Il n'en est pas tenu compte pour le calcul du quorum* ».

⁴³ Directive du 13 décembre 1976 tendant à coordonner pour les rendre équivalentes les garanties qui sont exigées dans les États membres des sociétés au sens de l'article 58 deuxième alinéa du traité, en vue de la protection des intérêts tant des associés que des tiers, en ce qui concerne la constitution de la société anonyme ainsi que le maintien et les modifications de son capital

L'actionnaire occulte est ici la société qui, pour se soustraire à ces seuils ou cette interdiction, finance l'acquisition par un tiers, l'actionnaire apparent, à qui elle donnera notamment les instructions pour voter en assemblée générale.

Il n'est pas rare que la société devenant actionnaire occulte sur décision de ses dirigeants tente de se protéger ainsi contre une offre publique hostile ou, plus exceptionnellement, que les dirigeants se protègent ainsi contre un risque de révocation.

Outre les atteintes aux intérêts des actionnaires minoritaires, ces agissements peuvent également porter atteinte aux intérêts des créanciers. Par ailleurs, la directive de 1976 réserve expressément l'application des conditions imposées pour prévenir un abus de marché. Ce dernier risque est d'ailleurs spécifiquement encadré⁴⁴.

C - La violation d'une règle d'ordre public

Les situations *empty voting* ou d'*hidden ownership* peuvent directement contrevenir à une règle impérative.

Ces situations ne présentent pas une réelle particularité. Elles sont tout au plus favorisées par la plus grande difficulté d'établir la preuve de ces comportements lorsqu'ils se réalisent par l'utilisation d'instruments dérivés.

À titre d'exemple, pourra être cité la commission d'un délit d'initié résultant du vote par un actionnaire anticipant l'évolution du cours d'une action à la suite de son vote dans l'assemblée générale de la cible. Il s'agit par exemple d'un *empty voter* qui tente d'influer sur le cours du titre de la société afin d'en tirer un profit financier, cette situation n'est donc pas très éloignée des hypothèses dans lesquelles l'*empty voting* sert à l'exercice d'une prérogative reconnue à l'actionnaire dans un but contraire à sa finalité. Il s'agit pour l'*empty voter* de tenter de faire voter des résolutions qui auront un impact sur le cours du titre de la société. Cette finalité se distingue néanmoins de la première en ce que le but poursuivi est purement financier. L'*empty voting* comme instrument de pouvoir politique cherche avant tout à mettre en œuvre une stratégie qui servira les intérêts de la société ou la sienne, voire les deux. Dans le cas présent, l'*empty voter* n'a aucune vision stratégique, il cherche simplement à influencer le cours de la bourse afin de réaliser un profit immédiat. Pour y arriver, il peut ici voter dans un sens qui va à l'encontre de celui de la société. Si l'*empty voter* a vendu à découvert des titres de la société ou s'il a des contrats de futures et spéculé sur une baisse du titre, il peut être incité à voter ou proposer des décisions totalement contraires à l'intérêt de la société et des autres actionnaires. Par exemple, cela peut être le remplacement d'un dirigeant compétent, réduction de capital, programme de rachat d'actions, etc. L'objectif recherché par de telle décision est simplement de faire baisser le cours de bourse et réaliser un profit immédiat.

⁴⁴ Règlement (CE) n° 2273/2003 de la Commission du 22 décembre 2003 portant modalités d'application de la directive 2003/6/CE du Parlement européen et du Conseil en ce qui concerne les dérogations prévues pour les programmes de rachat et la stabilisation d'instruments financiers (Texte présentant de l'intérêt pour l'EEE)

En tout cas, il est indiscutable que l'*empty voting* puisse être utilisé comme instrument de pouvoir financier afin d'orienter le cours de bourse dans un sens favorable à ses intérêts. Il est clair que cette stratégie peut avoir des conséquences très néfastes pour la société concernée et détruire de la valeur pour ses actionnaires. C'est donc dans ces cas de « manipulation financière » que l'*empty voting* se révélera le plus problématique.

Conclusion – Le *decoupling* résiste à toute définition juridique. Le phénomène n'est pas pour autant nié comme l'étude de terrain a pu le révéler, mais l'opacité de cette pratique et le peu d'affaires identifiées finissent par en minimiser les effets aux yeux des personnes interrogées. Il ressort cependant de l'étude documentaire et de terrain que certains instruments sont plus sujets à servir dans les montages présentant des cas de *decoupling*. C'est notamment le cas des prêts de titres qui semblent être une opération propice à ce genre de pratique. La plupart des personnes interrogées mettent d'ailleurs en cause cette opération comme étant la technique principale favorisant le *decoupling*. Elles n'ont cependant pas concrètement connaissance de cas concrets en dehors des affaires traitées par la presse financière.

La variété des techniques utilisées côtoient la variété des motifs sous-jacents. Le *decoupling* n'est pas en tant que tel nécessairement condamnable. Tout dépend des intentions de l'actionnaire qui restent le plus souvent occultes. Le *decoupling* soulève des objections lorsqu'il permet un comportement contraire à l'intérêt social, ou facilite le contournement des règles d'ordre public.

Finalement, la question n'est donc pas tellement de savoir si une telle pratique est légale, mais plutôt d'assurer son encadrement afin de favoriser la transparence sur les marchés financiers.

En définitive, la difficulté d'enfermer le *decoupling* dans une définition juridique est secondaire dès lors que le système juridique est capable d'en appréhender les effets contrevenant aux finalités du droit des sociétés et au droit des marchés financiers. Il convient donc d'examiner les réponses apportées par les réglementations nationales, européennes et internationales.

Chapitre II : Le *decoupling* échappe aux réglementations tentant de le définir

Quelle régulation pour le *decoupling* ? - Les réglementations visant à appréhender directement le *decoupling* laissent perplexe. En effet, faute de pouvoir l'enfermer dans une définition juridique, il n'est pas possible de lutter efficacement contre ses effets. Il en est ainsi au niveau national (section I), international (section II) et européen (section III).

Section I – Le droit français

Le législateur français a affiché très tôt une véritable volonté de lutter contre les comportements jugés directement ou indirectement responsables de la crise financière subie depuis la fin de l'année 2008. Plusieurs lois sont intervenues pour favoriser l'exercice du droit de vote des actionnaires et lutter contre les prises de participation rampantes. Ces lois ont tenté d'appréhender le phénomène de l'*empty voting*. Les mesures adoptées visent essentiellement à encadrer l'utilisation de quelques instruments financiers susceptibles de favoriser cette pratique.

Nous examinerons principalement : la loi du 22 octobre 2010 de régulation bancaire et financière (**A**) et la loi du 22 mars 2012 relative à la simplification du droit et à l'allégement des démarches administratives (**B**).

A - La loi du 22 octobre 2010 de régulation bancaire et financière

Contexte - La loi du 22 octobre 2010 de régulation bancaire et financière (loi RBF)⁴⁵ s'inscrit dans le prolongement des décisions arrêtées à la suite de la crise financière, au cours des G20 de Washington, Londres et Pittsburgh, qui ont posé les fondements d'une régulation financière internationale, ayant pour objet de renforcer la réglementation financière.

Champ d'application - La loi RBF est, à l'image des lois de régulation antérieures, comme la loi NRE⁴⁶ ou encore la LME⁴⁷. Elle traite de divers sujets et couvre de

⁴⁵ Loi n° 2010-1249 du 22 octobre 2010 de régulation bancaire et financière, JORF n° 0247 du 23 octobre 2010.

⁴⁶ Loi n° 2001-420 du 15 mai 2001 relative aux nouvelles régulations économiques, JORF n°113 du 16 mai 2001.

⁴⁷ Loi n° 2008-776 du 4 août 2008 relative à la modernisation de l'économie, JORF n°0181 du 5 août 2008.

nombreux domaines. Elle modifie, notamment, le Code monétaire et financier, le Code de commerce et le Code de la consommation.

Ce texte a été adopté en peu de temps. Cette rapidité s'explique par le fait que le législateur souhaitait que cette adoption soit réalisée avant la tenue du G20 suivant, c'est-à-dire celui de Séoul des 11 et 12 novembre 2010.

Une grande partie des recommandations émises par l'AMF (1) se retrouvent dans la loi de régulation bancaire et financière de 2010 qui est à l'origine des mesures adoptées (2).

1) Genèse : position de l'AMF

Rapport Mansion - La question de l'exercice du droit de vote en cas de prêt-emprunt de titres a fait l'objet d'un rapport de l'AMF connu sous le nom de « Rapport Mansion » qui traite la question du prêt emprunt de titres en période d'assemblées générales d'actionnaires⁴⁸.

Elle est menée à la suite de plusieurs exemples constatés⁴⁹ qui ont conduit à s'interroger sur la légitimité des opérations de prêt-emprunt de titres en période d'assemblées générales, dans la mesure où les droits de vote attachés aux titres empruntés peuvent servir à soutenir des actions ponctuelles, menées par certains types d'investisseurs afin d'influer sur le déroulement de l'assemblée générale ou obtenir le contrôle d'une société, sans en prendre de risque capitalistique et en toute opacité vis-à-vis des autres actionnaires et du marché.

L'AMF s'interroge ainsi sur la légitimité de l'emprunteur d'actions, qui est assimilé à un actionnaire, à voter lors des assemblées d'actionnaires. La réflexion menée dans ce rapport s'inscrit dans un contexte international.

Contexte international - Au Royaume-Uni, le Shareholder Voting Working Group a établi un rapport en janvier 2004, dénonçant l'emprunt de titres dans le but de voter⁵⁰. Dans une mise à jour du mois de mars 2005⁵¹, le rapport relevait une augmentation de la pratique du prêt de titres et recommandait de renforcer ses recommandations sur le

⁴⁸ Rapport AMF, janvier 2008, *op.cit.*; C.Cler, Prêts de titres et opérations assimilées : la question du vote vide, RTDF, 2008, n° 1, p.15.

⁴⁹ Affaire British Land/Laxley, affaire Perry corporation/ Mylan, affaire Nippon Broadcasting system/Softbank Investistment., précédemment citées.

⁵⁰ Le Shareholder Voting Working Group (SVWG) a été établi en septembre 1999 pour examiner les obstacles au processus de vote. Il est composé d'acteurs publics et privés. V.Review of impediment to voting UK shares, janvier 2004.

⁵¹ Review of impediment to voting UK shares - Progress - one year on, mars 2005.

prêt de titres. Ces recommandations ont été réitérées en novembre 2005 après le constat d'une nouvelle augmentation de la pratique du prêt de titres, notamment au moment des assemblées générales. Ces recommandations précisent que d'autres opérations dont les effets peuvent être similaires, telles que les CFD, doivent être examinées⁵².

De même, au mois de juillet 2005, l'International Securities Lending Association (ISLA) a émis un document, intitulé « Securities Lending and Corporate Governance » où elle affirme clairement que l'emprunt de titres en vue de voter était « inacceptable ».

L'International Corporate Governance Network⁵³ a également pris position contre l'exercice du droit de vote par l'emprunteur de titres.

Enfin, dans un document de consultation du 30 avril 2007, la Commission européenne a posé la question d'un éventuel encadrement au niveau européen⁵⁴.

Rapport Mansion de 2005 - La question n'était pas tout à fait nouvelle en France, puisque un rapport intitulé « Pour l'amélioration de l'exercice des droits de vote des actionnaires en France » a été établi par un groupe de travail présidé également par Yves Mansion, le 15 septembre 2005⁵⁵. Ce rapport a émis une série de recommandations fondées sur quatre principes directeurs : accessibilité de l'information, fluidité du traitement du vote, responsabilité des investisseurs et qualité du déroulement de l'assemblée générale.

La Recommandation n° 12 prévoyait ainsi que : « *Les dispositions d'un contrat de prêt de titres doivent permettre aux co-contractants d'être informés sur les effets d'un transfert de titres sur le droit de vote. Lorsqu'un intermédiaire détient des titres pour le compte de tiers et qu'il demande à son client d'utiliser ses titres, il doit expressément informer ce client des conséquences sur les droits de vote attachés aux titres qu'emporterait un éventuel prêt de titres effectué par l'intermédiaire. Il est souhaitable que les gérants rapatrient à l'occasion des assemblées générales les titres qu'ils ont prêtés* ».

⁵² Report by Paul Myners to the Shareholders Voting Working Group - an update on progress, novembre 2005.

⁵³ V. le Code of the International Corporate Governance Network : Global corporate governance principles (2009).

⁵⁴ Fostering an appropriate regime for shareholders' rights, septembre 2007, disponible à l'adresse suivante : http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/shareholders/consultation3_report_en.pdf

⁵⁵ Pour l'amélioration de l'exercice des droits de vote des actionnaires en France : présentation du rapport du groupe de travail présidé par Yves Mansion, Revue de l'AMF, septembre 2005, p.11 ; Bull.ANSA, novembre 2005, p.1 ; F.Bussière, Rapport Mansion pour l'amélioration de l'exercice des droits de vote des actionnaires en France, Banque et Droit, janvier 2006, n° 105, p.45.

Dans la suite de ces travaux, le Collège de l'Autorité des marchés financiers a chargé Yves Mansion de constituer un groupe de travail en vue de formuler toutes propositions tendant à prévenir la dissociation entre propriété juridique et propriété économique d'un titre à l'occasion des assemblées générales, et d'apprécier les éventuels impacts que pourrait avoir l'interdiction de certaines pratiques sur le fonctionnement du marché.

Constats - Le rapport Mansion de 2008 établit un certain nombre de constats et émet des propositions.

Il constate tout d'abord que la technique du prêt de titres contribue au bon fonctionnement du marché en concourant à sa liquidité. Le prêt de titres constitue en effet l'une des techniques permettant de parfaire la fluidité des transactions boursières en multipliant le nombre de titres susceptibles d'être offerts sur le marché. Sans interdire une telle pratique, la réglementation doit donc se limiter à l'usage du droit de vote par l'emprunteur.

Objectif d'une réforme - La réforme doit donc avoir pour principal objectif d'améliorer l'information de la société sur l'influence réelle que détiennent ses actionnaires-emprunteurs de titres. *« Cette information, en permettant de distinguer les actionnaires « à long terme » de ceux qui ont acquis cette qualité par l'effet d'une cession temporaire, permettra de mieux mesurer l'influence et les objectifs des différents actionnaires. Toutefois, cette information, si elle peut avoir une incidence sur le comportement des autres actionnaires, n'empêche pas le détenteur temporaire de voter et de pouvoir, dans certains cas, déterminer les décisions stratégiques de la société. Seule la privation des droits de vote attachés à des actions acquises dans la seule perspective de l'assemblée permettrait de l'empêcher d'atteindre cet objectif »*⁵⁶.

Recommandations - C'est sur la base de cette réflexion que l'AMF a émis des recommandations pour une réforme.

L'AMF constate que la réforme suppose une définition de son champ d'application, dès lors qu'il n'est pas possible de se limiter à la seule question du prêt de titres tel que défini par le Code monétaire et financier.

Définition - Les opérations à couvrir comportent, outre le prêt de titres, les opérations de réméré, de pension, et de portage, voire toute autre forme de « cession temporaire ». Cette notion permet d'englober toutes les opérations de cession suivie d'une rétrocession. Cette notion est déjà utilisée par le Code de commerce ou le Code monétaire et financier. Il en va ainsi, par exemple, des dispositions de l'article L. 233-9 du Code de commerce qui font référence aux actions ou les droits de vote «

possédés par un tiers avec lequel cette personne [la personne tenue à déclaration en application du I de l'article L. 233-7 du code de commerce] a conclu un accord de cession temporaire portant sur ces actions ».

Un champ d'application largement défini couvre ainsi toutes les situations concernées, tout en prévoyant des exceptions afin de conserver une certaine souplesse. Un nombre restreint d'exceptions pourrait être nécessaire mais ne doit pas remettre en cause les objectifs visés par la réforme.

Obligations préconisées - L'objectif recherché est d'ailleurs d'éviter qu'un actionnaire à court terme, qui ne supporterait pas le risque économique de ses décisions, ne fasse pencher la balance des votes d'une assemblée générale. Dès lors, il est concevable d'exclure les cessions inférieures à un seuil minimum. Le Rapport propose de fixer ce seuil à 2 %. En dessous, il existerait peu de risques d'un réel impact sur les résolutions de l'assemblée, même si le seuil de 1% a quand même été envisagé.

La rapport préconise ainsi une obligation de déclaration de franchissement du seuil de 2% des droits de vote à l'approche des assemblées générales, que les titres soient détenus en propre ou dans le cadre d'une opération de cession temporaire. Cette obligation ne serait pas générale mais viserait la proximité de la tenue d'une assemblée générale.

La déclaration adressée à l'émetteur et à l'AMF doit indiquer la nature de la détention (en propre ou dans le cadre d'une cession temporaire), le nom de l'auteur de la cession temporaire, la date de l'opération de cession temporaire et l'échéance de son dénouement.

Sanction - Le régime de sanction applicable en cas de non-déclaration serait celui des déclarations de franchissements de seuils : privation automatique de la totalité des droits de vote jusqu'à la revente des titres, suspension judiciaire des droits de vote totale ou partielle (pour une durée ne pouvant excéder 5 ans). Une sanction pécuniaire pourra également être prononcée par l'AMF sur le fondement des dispositions combinées des articles L. 621-14 et L. 621-15 du Code monétaire et financier.

Au-delà de la transparence sur les conditions de détention des actions, le groupe a examiné les conditions dans lesquelles pourraient être réconciliés l'exercice du droit de vote en assemblée générale et l'effectivité de la prise d'un risque économique dans l'entreprise.

Deux voies ont été écartées. La première est celle de l'obligation de rapatriement des titres en période d'assemblée. Cette mesure pourrait empêcher les prêts de titres en période d'assemblées, mais le risque serait une délocalisation à l'étranger de ces opérations pour contourner la législation française. La seconde voie aurait consisté à ne faire voter que le prêteur de titres. Cette solution reste cependant difficile à mettre en œuvre, notamment en cas de revente des titres prêtés, du fait de la fongibilité de ces derniers. Il n'y a donc aucune raison d'empêcher l'acquéreur des actions d'exercer ses droits de vote en assemblée.

Le groupe n'a pas souhaité remettre en cause la légitimité des opérations de prêt-emprunt de titres, il s'est donc orienté vers une solution consistant à priver de droits de vote les actions acquises dans le cadre d'une opération de cession temporaire ou les actions qui feraient l'objet d'une couverture. Cette privation serait attachée à la personne du détenteur des actions et non aux actions, ce qui permettrait de résoudre les difficultés d'identification tenant aux prêts ou reventes successives. En pratique, le détenteur de titres concernés sont ceux qui détiendrait plus de 2% des droits de vote de l'émetteur et pouvant exercer le droit de vote attaché à ces titres.

Actionnaires concernés - Seuls seraient privés de droit de vote les actionnaires se trouvant dans l'une de ces situations et détenant, seuls ou de concert, une certaine fraction des droits de vote de la société, supérieure à un seuil déterminé. Selon le rapport, pour que la suspension soit pleinement efficace, le système doit être assorti d'un dispositif de sanction dissuasif, sans pour autant créer un risque trop important d'annulation des résolutions des assemblées.

Il envisage la mise sous séquestre des titres, prononcée par le tribunal de commerce statuant en la forme des référés. Cette mesure peut être assortie d'une suspension judiciaire des droits de vote prononcée à la demande de la société, d'un actionnaire ou de l'AMF : la privation des droits de vote attachés aux autres actions, qui ne sont pas détenues au titre d'une cession temporaire, pendant une durée de cinq ans pourrait ainsi constituer une sanction dissuasive. Enfin, le rapport considère qu'une sanction pécuniaire pourrait également être prononcée par l'AMF sur le fondement des articles L. 621-14 et L. 621-15 du code monétaire et financier.

Selon les conclusions du rapport, il convient d'éviter de remettre en cause de manière systématique les résolutions adoptées au cours d'une assemblée à laquelle aurait pris part l'actionnaire temporaire. Pour garantir la sécurité juridique, la nullité des résolutions concernées voire de l'assemblée pour violation de la nouvelle réglementation ne doit ainsi être que facultative, et ne doit être envisagée qu'en égard à l'impact qu'aura eu la participation de l'actionnaire concerné à l'assemblée.

Ces différentes recommandations ont été suivies d'effet, puisqu'elles ont été intégrées pour la plupart dans la loi de régulation bancaire et financière.

2) Mesures adoptées

La RBF comporte des dispositions spécifiques encadrant l'*empty voting*⁵⁷.

Transparence des opérations d'emprunt de titres - L'article 49 de la loi, issu d'un amendement, porte sur les opérations d'emprunts de titres en période d'assemblée

⁵⁷ S. Yvon, T. Allain, C. Bérard-Gouriss, Panorama de la loi de régulation bancaire et financière, Bull. Joly Bourse, novembre 2010, n° 6, p.492 ; M. Storck, Jérôme Lasserre Capdeville, Panorama général de la loi de régulation bancaire et financière, LPA, 16 décembre 2010, n° 250, p.3 ; T. Bonneau, Les apports de la loi n° 2010-1249 du 22 octobre 2010 au secteur financier, Dr.soc., n° 1, janvier 2011, étude 1.

générale d'actionnaires. Il est directement inspiré du rapport Mansion.

Obligation de déclaration - Il introduit une obligation de déclaration à l'article L.225-126 du Code de commerce qui s'applique aux actions d'une société, dont le siège social est établi en France, admises aux négociations sur un marché réglementé d'un État membre de l'Union Européenne ou d'un autre État partie à l'accord sur l'Espace économique européen. Toute personne qui, seule ou de concert, détient au titre de cessions temporaires portant sur de telles actions, ou de toute opération lui donnant le droit ou lui faisant obligation de revendre ou de restituer ces actions au cédant, un nombre d'actions représentant plus de 0,5 % des droits de vote, est tenue d'informer la société et l'AMF du nombre total d'actions qu'elle détient à titre temporaire. Cette déclaration doit se faire au plus tard le troisième jour ouvré précédant l'assemblée générale. Elle porte, outre sur le nombre d'actions acquises à la suite de l'une des opérations précitées, sur l'identité du cédant ou encore sur la date et l'échéance du contrat relatif à l'opération.

Sanction - Le non-respect de l'obligation nouvelle est strictement sanctionné. D'une part, est prévue la privation des droits de vote pour l'assemblée concernée et toutes assemblées d'actionnaires qui se sont tenues jusqu'à la revente ou la restitution des actions. D'autre part, les délibérations prises par l'assemblée d'actionnaires en violation de la règle précitée peuvent être annulées. Enfin, une suspension totale ou partielle des droits de vote de l'actionnaire fautif peut être prononcée par le tribunal de commerce, pour une durée ne pouvant excéder cinq ans à la demande du représentant de la société, d'un actionnaire ou de l'AMF.

Il est possible de constater que la loi est en recul par rapport aux conclusions du rapport Mansion qui préconisait de supprimer purement et simplement les droits de vote attachés aux actions détenues temporairement⁵⁸. On peut également constater une différence par rapport au seuil. La loi a retenu le seuil de 0,5% des droits de vote alors que le rapport retenait une fourchette de 1% à 3%.

Bilan de la loi - Selon les informations directement recueillies auprès de différentes institutions, notamment l'AMF, aucun bilan de l'application de cette loi n'a été effectué. Il est donc difficile de savoir si les opérateurs ont respecté cette obligation d'information. L'efficacité de cette obligation d'information est d'autant plus sujette à discussion dans la mesure où aucune déclaration n'a été transmise à l'AMF. La sanction envisagée par la loi n'a donc pas pu être mise en œuvre puisqu'aucun manquement n'a pu manifestement être constaté faute de données. Cette situation s'expliquerait, selon les personnes interrogées, par les exemptions existantes, notamment l'exemption de trading.

On rappelle que l'article 223-13 I 2° du règlement général prévoit que les actions détenues par un prestataire de services d'investissement dans son portefeuille de négociation ne sont pas soumises à l'obligation déclarative, à condition que « ces

58

H.Le Nabasque, L'empty voting est à l'ordre du jour, RD banc.fin., mai 2010, repères 3.

actions représentent une quotité du capital ou des droits de vote de l'émetteur inférieure ou égale à 5% » et que « les droits de vote attachés à ces actions ne soient pas exercés ni autrement utilisés pour intervenir dans la gestion de l'émetteur ». Cette exemption expliquerait en partie l'absence de données de terrain sur l'application concrète de la loi. Les opérateurs, notamment les banques, respecteraient normalement l'engagement pris de ne pas voter dans les assemblées, mais aucune certitude ne peut être établie à ce sujet.

La loi de 2010 n'a donc pas véritablement atteint ses objectifs, même si l'ambition affichée était louable puisqu'il s'agissait d'imposer davantage de transparence lors du vote dans les assemblées générales. Cette exigence de transparence est aujourd'hui d'autant plus recherchée après le constat qu'il existe de nombreux mécanismes permettant des montées occultes dans le capital des sociétés cotées. De nombreux mécanismes permettent en effet de réaliser ou de tenter de réaliser des prises de contrôle dites rampantes. Les dernières en date ont consisté à utiliser des instruments dérivés à dénouement en numéraire. Ce phénomène des prises de participation rampante a été pris en compte par le législateur par la loi dite Warsmann du 22 mars 2012 relative à la simplification du droit et à l'allégement des démarches administratives qui reprend la plupart des propositions du sénateur Marini.

B - La loi du 22 mars 2012

Prise de contrôle rampante - La prise de contrôle rampante peut être définie comme la « *prise de contrôle d'une entreprise cotée en bourse sans toutefois proposer à l'ensemble des actionnaires une offre sur la totalité du capital avec une prime de contrôle* »⁵⁹. La prise de contrôle rampante devrait être entendue en réalité plus largement, comme toute pratique visant à prendre le contrôle juridique ou de fait d'une société cotée sans en payer le prix normal et de façon jugée déloyale par les actionnaires en place. Elle constitue donc une pratique occulte, contrairement à l'offre publique qui doit normalement respecter l'égalité des actionnaires, mais aussi la transparence des opérations et le principe du libre jeu des offres et de la surenchère.

La presse se fait le constat de telles pratiques. Or, la réglementation financière repose justement sur le principe de la transparence de l'information, comme principe essentiel permettant au marché de déterminer le prix normal des sociétés cotées.

Contexte - Dès la fin de l'année 2008, certains auteurs ont cependant relevé que « la législation française ne prend pas encore en compte toutes les techniques sophistiquées qui peuvent être utilisées pour acquérir une position dans une société, qu'il s'agisse du recours aux *equity swaps* ou encore aux *Contracts for Difference* »⁶⁰. Il est donc parfaitement possible de prendre discrètement des positions économiques importantes dans le capital d'une société cotée.

⁵⁹ V. le site internet : <http://www.vernimmen.net>.

⁶⁰ C. Uzan, Les Entretiens de l'AMF, Transparence et opérations financières : le suivi du contrôle dans les sociétés cotées, 6 novembre 2008, p. 27 et s.

Les dernières en date ont consisté à utiliser des instruments dérivés à dénouement numéraire : la société Wendel est montée à 17% du capital de Saint-Gobain en 2007 par le biais de « *total return swaps* » et LVMH a pris une position de plus de 20% dans Hermès en 2010 via des *equity swaps* à dénouement en numéraire, mais finalement convertis en actions Hermès. Par ce biais, Wendel et LVMH avaient pu acquérir une position significative au capital des cibles visées sans informer le marché des positions qu'ils avaient constituées.

Ces deux affaires (1) ont été à l'origine de la proposition de loi déposée par le sénateur Marini (2) dont les principales propositions ont été reprises par la loi Warsmann (3).

1) Affaires Saint-Gobain/Wendel et Hermès/LVMH

Saint-Gobain/Wendel - Dans l'affaire Wendel⁶¹, des dérivés⁶² connus sous le nom de *swaps* de transfert de rendement total (*Total Return Swaps* : TRS), étaient en cause. Le principe des contrats TRS consiste à permettre d'acheter ou de vendre économiquement un actif sans avoir à en acquérir ou à en céder la propriété.

En l'occurrence, la société Wendel était entrée au capital de la société Saint-Gobain par le biais de TRS portant sur des actions Saint-Gobain. De décembre 2006 à juin 2007, des sociétés luxembourgeoises contrôlées par Wendel ont conclu avec quatre établissements financiers des contrats « TRS », pour un montant d'environ 6,7 milliards d'euros.

Ainsi, les TRS avaient-ils été conclus avec quatre établissements bancaires (Deutsche Bank, Natexis, HSBC, Société Générale) entre le 22 décembre 2006 et le 21 juin 2007. Pour constituer leur couverture, ces banques avaient acquis des titres Saint-Gobain pour un total de 85 millions d'actions⁶³.

L'objectif visé par la conclusion de ces contrats était de conférer à Wendel une exposition économique à Saint-Gobain pouvant représenter jusqu'à près de 23 % de son capital⁶⁴. Les caractéristiques des contrats de TRS conclus en l'espèce étaient les suivantes : d'une part, Wendel devait s'acquitter d'une rémunération envers ses contreparties, venderesses de l'exposition économique et devait percevoir d'elles l'équivalent des dividendes attachés aux actions Saint-Gobain; d'autre part, lors du

⁶¹ R.Mortier, Affaire Wendel : rupture du charme des Total Return Swaps (TRS), Dr.sociétés, n° 6, juin 2011, comm.114 ; H. Le Nabasque, Total Return Swap : l'obsession du numérateur, Rev. sociétés 2011, 21 ; A. Gaudemet, Affaire Wendel-Saint-Gobain : un parfum de LVMH ?, D. 2011. 855.

⁶² A. Gaudemet, Les dérivés : Économica 2010.

⁶³ R.Mortier, op.cit.

⁶⁴ Y.Jobard, M. Pujos, Le principe de transparence sur les marchés financiers : rempart contre les prises de contrôle "rampantes", RTDF, septembre 2011, p.50.

dénouement des contrats de TRS, devait être calculée la différence entre la valeur du titre lors de la constitution des TRS et le prix de dénouement correspondant à la valeur à la date du dénouement. La plus-value éventuellement dégagée était alors acquise à Wendel alors qu'en cas de moins-value, cette dernière devait verser la différence à ses contreparties financières.

Absence de déclaration de franchissement de seuil - Les TRS sont normalement des instruments purement spéculatifs de transfert intégral de risque. Ils ne permettent pas d'acquérir les titres sous-jacents, leur dénouement se faisant en numéraire. Cela explique la raison pour laquelle les TRS sont, restés hors champ de l'obligation de déclaration de franchissement de seuil.

En principe, les TRS n'ont pas vocation à donner accès au capital de la société à laquelle on s'expose économiquement. Ils se dénouent en numéraire en fonction de la plus-value ou de la moins-value constatée sur le titre au jour du dénouement de l'opération par rapport au prix de référence⁶⁵.

Pour constituer leur couverture, les banques sont toutefois, et bien évidemment, amenées à acheter, sur le marché ou hors marché, autant d'actions sous-jacentes que la valeur des TRS eux-mêmes. C'est ainsi que les Banques avaient été amenées en l'espèce à acquérir sur le marché ou hors marché environ 85 millions d'actions Saint-Gobain du 27 décembre 2006 au 20 août 2007 dont 63 millions revendues sur le marché peu de temps après que le directoire de Wendel ait pris la décision, le 3 septembre 2007, de dénouer partiellement les TRS pour monter au capital de Saint-Gobain en achetant sur le même marché plus de 66 millions d'actions Saint-Gobain (représentant 17,6 % de son capital social), grâce à des ouvertures de crédit (5,5 milliards d'euros au total) préalablement mises en place, à son profit.

Les TRS n'ont fait l'objet d'aucune déclaration de franchissement de seuil. A cette période, aucun texte ne visait les actions déjà émises et sur lesquelles porte un contrat, dont le dénouement est exclusivement en espèces. A l'époque des faits reprochés à Wendel, aucune disposition légale ou réglementaire n'imposait en effet que soient inclus dans l'assiette du calcul des seuils générateurs d'une obligation de déclaration de franchissement de seuils, les dérivés actions quel que soit leur mode de dénouement. C'est logiquement que l'AMF, statuant sous l'empire de la réglementation en vigueur antérieurement à l'ordonnance du 30 janvier 2009 et saisie notamment pour déterminer si Wendel avait commis un manquement en ne procédant pas à des déclarations de franchissement de seuils à la suite de la conclusion des contrats de TRS, a jugé à propos de la conclusion de TRS qu' « *il est constant qu'en elle-même n'appelaient aucune déclaration de franchissement de seuils* ». À cette époque, l'ordonnance du 30 janvier 2009, qui devait ultérieurement soumettre les dérivés à dénouement monétaire à une information séparée en cas de franchissement d'un seuil de détention d'actions, n'était pas encore adoptée⁶⁶.

⁶⁵ Le Nabasque, op.cit.

⁶⁶ Ord. n° 2009-105, 30 janv. 2009, art. 2, 1° : JORF, 31 janvier 2009 ; V.AMF, Rapport sur les déclarations de franchissement de seuil de participation et les déclarations d'intention, sous la dir. de B. Field, oct. 2008.

Or, les TRS s'inséraient ici dans un montage juridique et financier destinés à concentrer dans la discrétion les titres de Saint-Gobain entre les mains de la société Wendel. Cet élément a été pris en considération par l'AMF qui a condamné Wendel.

Sanction de l'AMF - En effet, l'AMF a tout de même sanctionné Wendel et son dirigeant pour ne pas avoir informé le marché qu'il préparait une prise de participation dans Saint Gobain⁶⁷. L'AMF a relevé que Wendel avait dénoué les TRS, conduisant logiquement les banques à céder les 63 millions d'actions Saint-Gobain qu'elles détenaient en couverture, correspondant à peu près aux achats (66 millions) auxquels Wendel avait procédé dans le même temps, que lors de la mise en place des TRS, Wendel avait contracté des accords de financement d'un montant équivalent, et que Wendel avait indiqué en 2006 souhaiter monter au capital de Saint-Gobain.

L'AMF en a déduit que le dispositif qui concentrait la propriété de 85 millions d'actions auprès des contreparties de Wendel et mettait en place les moyens de financement appropriés pour se porter acquéreur sur le marché des actions cédées par les banques, avait pour objectif essentiel de prendre une participation dans Saint-Gobain.

Faits reprochés à Wendel - Ce que l'AMF reproche à Wendel, ce n'est pas le fait d'avoir mis en place des TRS, car en eux-mêmes ils ne permettent pas d'accéder au capital de la société auquel on est économiquement exposé, même sur option.

C'est davantage la concomitance⁶⁸ entre la conclusion des TRS et la mise en place de financements destinés à acheter les titres délaissés par les banques au jour du dénouement qui a permis à l'AMF d'estimer que Wendel s'est rendue coupable d'un contournement déloyal des prescriptions destinées à garantir l'information financière indispensable au bon fonctionnement du marché, d'une fraude à la loi⁶⁹, et d'un manquement aux dispositions de l'article 223-6 du règlement général de l'AMF⁷⁰.

⁶⁷ AMF plén., 13 déc. 2010, Sté Wendel SA, M. J.-B. Lafonta et sté Deutsche Bank Paris ; Th.Bonneau, Les prises de contrôle rampantes rattrapées par l'article 223-6 du règlement général de l'AMF, Bull.Joly Bourse, avril 2011, n°4, p.257 ; H. de Vauplane; J.-J. Daigre; B. de Saint-Mars, J.-P. Bornet, Note sous Autorité des marchés financiers (AMF), Commission des sanctions, plénière, 13 décembre 2010, Wendel SA, Deutsche Bank et Lafonta, Banque et Droit, mars 2011, n° 136, p.46 ;

⁶⁸ Le Nabasque, op.cit.

⁶⁹ Cons. II, 5 : « Considérant que de tout ce qui précède il résulte que le grief doit être retenu à l'encontre tant de la société Wendel SA que de M. Jean Bernard Lafonta, président du directoire de cette société à l'époque des faits ; qu'il convient, en outre, de relever que le mécanisme mis en oeuvre l'a été dans des conditions constituant un contournement déloyal des prescriptions destinées à garantir l'information financière indispensable au bon fonctionnement du marché et révélant ainsi une fraude à la loi ».

⁷⁰ .Article 223-6 du règlement général de l'AMF : « Toute personne qui prépare, pour son compte, une opération financière susceptible d'avoir une incidence significative sur le cours d'un instrument financier ou sur la situation et les droits des porteurs de cet instrument financier doit, dès que possible, porter à la connaissance du public les caractéristiques de cette opération. Si la confidentialité est momentanément nécessaire à la

L'AMF a donc effectué une analyse globale de l'opération et s'est fondée sur les articles 223-2⁷¹ et 223-6 du règlement général de l'AMF qui prévoient à la charge des sociétés cotées, des obligations renforcées de transparence vis-à-vis du marché et, notamment, d'information du public lorsqu'elle détient une information privilégiée résultant de la préparation d'une opération financière susceptible d'avoir une incidence significative sur le cours d'un instrument financier⁷².

La commission des sanctions a fait ici une application opportuniste des articles 223-6 et 223-2 du règlement général de l'AMF, conçus pour d'autres objectifs, et non pour sanctionner des faits liés à la réglementation des franchissements de seuils.

Un recours a été porté devant la cour d'appel de Paris vu l'importance des sanctions prononcées, en l'occurrence, 1,5 million d'euros, à la fois pour Wendel et pour l'ancien président de son directoire, condamné à titre personnel.

Décision de la cour d'appel de Paris du 31 mai 2012 - La cour d'appel de Paris confirme par un arrêt du 31 mai 2012, la décision de sanction de la commission des sanctions prononcée le 13 décembre 2010 à l'encontre de la société Wendel SA et l'ancien président de son directoire, pour manquement aux dispositions des articles 223-6 et 223-2 du RG. AMF⁷³. Elle ajoute peu d'éléments par rapport à la décision de la commission des sanctions. La cour d'appel de Paris retient donc les articles 223-6 et 222-3 pour fonder sa décision, en dépit des critiques dont leur utilisation avait fait l'objet⁷⁴.

La cour d'appel a considéré que les conditions d'application des articles 223-6 et 223-2 du règlement général de l'AMF étaient satisfaites, écartant ainsi l'idée que ces articles ne pouvaient être utilisés en l'état de la réglementation des franchissements de seuils. Elle conclut que : *« considérant qu'il est suffisamment établi par les développements qui précèdent sur l'opération financière projetée par Wendel que les manquements poursuivis au regard des dispositions des articles 223-6 et 223-2 du règlement général AMF ont été caractérisés par la décision dans des conditions qui permettent d'écarter le moyen formulé par le requérant selon lequel, alors que*

réalisation de l'opération et si elle est en mesure de préserver cette confidentialité, la personne mentionnée au premier alinéa peut prendre la responsabilité d'en différer la publication ».

⁷¹ Article 223-2 I du règlement général de l'AMF : « Tout émetteur doit, dès que possible, porter à la connaissance du public toute information privilégiée définie à l'article 621-1 et qui le concerne directement ».

⁷² S. Torck, Manquement à l'obligation de publier une information privilégiée et fraude à la loi, RD banc. fin., mars 2011, comm. 74.

⁷³ A. Gaudemet, Manquement à l'obligation de publier une information financière, RD banc.fin., septembre 2012, comm,170.

⁷⁴ S.Torck, L'arrêt de la cour d'appel de Paris rendu dans l'affaire Wendel est-il conforme au droit européen ?, Dr.sociétés, n° 11, novembre 2012, repère 10 ; H. Le Nabasque, Wendel/Saint-Gobain : confirmation par la cour d'appel de Paris de la décision de sanction de l'AMF du 13 décembre 2010, Rev.sociétés, 2012, p.586.

Wendel n'était pourtant pas tenue de déclarer la prise d'exposition économique qu'elle avait obtenue en concluant des total return swaps, la commission des sanctions l'aurait sanctionné sous couvert des textes précités en procédant à une application anticipée, en infraction avec le principe des légalités des délits et des peines garanti par l'article 7 de la Convention européenne de sauvegarde des droits de l'homme et des libertés fondamentales, des dispositions de l'ordonnance du 30 janvier 2009 sur le défaut de déclaration séparée des actions sous-jacentes aux total return swaps ».

En effet, l'imprécision des textes, notamment celle de l'article 223-6, offre une grande liberté au régulateur pour son interprétation. La cour d'appel ne définit pas certaines notions notamment celle de « préparation d'une opération financière », qu'elle juge caractérisée. Elle indique qu'elle n'est pas « exclusive, le cas échéant, de solutions alternatives » et qu'elle peut être assortie d'un certain aléa dès lors que l'article 223-6 « n'exige pas qu'elle ait une issue certaine »⁷⁵. Quel est donc le degré de certitude exigé pour déclencher l'obligation de déclaration ? La cour ne le précise pas.

L'interprétation de l'article 222-3 est également discutable. Il prévoit que l'émetteur doit transmettre l'information privilégiée qui le concerne directement. Or, rien n'indique que cette information était bien une information privilégiée étant donné qu'il est difficile de déterminer l'ampleur des conséquences.

Méthode du faisceau d'indices - En réalité, la cour d'appel de Paris utilise la méthode du faisceau d'indices⁷⁶ : « *ce rapprochement et cette mise en perspective permettent assurément d'établir, non pas comme cela est soutenu, des projets successifs constitués par une exposition économique puis par l'achat de titres Saint-Gobain, mais la préparation d'une unique opération financière préparée par Wendel et son dirigeant, et constituée par plusieurs étapes successives, déterminées par avance, visant à permettre à la société Wendel de prendre possession d'une part substantielle du capital de Saint-Gobain la mettant en mesure d'exercer une influence sur la stratégie de cette société* »⁷⁷.

L'application de cette méthode a permis de caractériser une fraude de Wendel. En effet, la commission constate que Wendel assure que ces contrats n'avaient été conclus que pour couvrir le risque de perte auquel l'exposait la conclusion des TRS. Le problème étant que ces contrats ne correspondent pas à l'objectif affiché puisqu'ils ont permis l'acquisition des titres Saint-Gobain au moment de leur dénouement.

La commission des sanctions, approuvée par la cour d'appel, est ainsi allée au-delà

⁷⁵ P.Pailler, La cour d'appel de Paris consacre la décision Wendel, JCP, E, 2012, n° 31, 1487 ; J.-J.Daigre, La préparation d'une opération financière significative est une information privilégiée, deux raisons de la révéler, Bull.Joly Bourse, octobre 2012, n° 10, p.404.

⁷⁶ P.Pailler, idem.

⁷⁷ Pt. 27 de la décision.

des termes des textes qui ont servi à fonder sa décision et a sanctionné le contournement indirect de la règle de déclaration des franchissements de seuils et de l'atteinte aux règles de transparence. La sévérité de la sanction était d'autant plus justifiée qu'une autre affaire a retenu toute l'attention de l'Autorité des marchés financiers.

Par arrêt en date du 26 novembre 2013, la chambre commerciale de la cour de cassation⁷⁸ à décider de poser une question préjudicielle à la Cour de justice de l'Union européenne dans les termes suivants :

« Les articles 1er, point 1, de la directive 2003/6/CE du Parlement européen et du Conseil, du 28 janvier 2003, sur les opérations d'initiés et les manipulations de marché (abus de marché) et 1er, paragraphe 1, de la directive 2003/124/CE de la Commission, du 22 décembre 2003, portant modalités d'application de la directive 2003/6 en ce qui concerne la définition et la publication des informations privilégiées et la définition des manipulations de marché, doivent-ils être interprétés en ce sens que seules peuvent constituer des informations à caractère précis au sens de ces dispositions celles dont il est possible de déduire, avec un degré de probabilité suffisant, que leur influence potentielle sur les cours des instruments financiers concernés s'exercera dans un sens déterminé, une fois qu'elles seront rendues publiques ? »

Nous reviendrons à l'occasion du droit européen sur cette question.

Hermès/LVMH - Une certaine ressemblance des faits peut être relevée dans l'affaire opposant Hermès International au Groupe LVMH⁷⁹. Ce dernier avait constitué au cours du 1^{er} semestre 2008 une position sous forme d'*equity swaps* conclus auprès de banques, à des fins de couverture ou pour pouvoir bénéficier de l'accroissement de valeur de l'action Hermès au-delà du cours de l'époque, qui était autour de 80⁸⁰.

Le cours a ensuite progressé de telle façon que la charge financière de cette opération est devenue très importante et les parties se sont donc rapprochées pour étudier la possibilité de convertir ces positions en véritables options d'achat des actions Hermès sous-jacentes, au prix de 80. Ces conventions étaient initialement promises à un dénouement monétaire, c'est-à-dire à un règlement par le paiement d'une différence de cours (*cash settlement*), exclusif de la livraison des actions Hermès International sous-jacentes (*physical settlement*). En octobre 2010, plusieurs conventions ont été cédées à une autre société du groupe LVMH, la société Sofidiv SAS, et un avenant a été conclu dans chaque cas entre la société repreneuse et les établissements financiers

⁷⁸ Pourvoi n° 12-21.361.

⁷⁹ A.Gaudemet, L'irruption de LVMH dans le capital d'Hermès, D., 2010, p.26 ; F. Martin Laprade et S. Dariosecq, LVMH/Hermès : Quelle réglementation pour quelle transparence ?, Bull.Joly, Bourse, février 2011, p.152, n° 73.

⁸⁰ V. notamment : LVMH repose la question des règles boursières, L'Agefi, 26 oct. 2010 ; LVMH-Hermès : le charme discret de l'equity swap, Option Finance, 2 nov. 2010.

concernés permettant le dénouement par livraison physique des titres sous-jacents.

L'acquisition par ce biais des actions sous-jacentes Hermès a ainsi permis au groupe LVMH de porter sa participation totale dans Hermès à 10,74 % en droits de vote et 17,07 % en capital. Elle a ainsi franchi divers seuils légaux et c'est ainsi que, conformément à l'article L. 233-7 du Code de commerce, elle a déclaré, le 27 octobre, les franchissements de seuils en question ainsi que ses intentions. À cette occasion, elle a aussi déclaré, conformément à la loi, la détention d'un contrat toujours en vigueur d'*equity swaps* avec dénouement exclusivement en espèces portant sur un petit pourcentage supplémentaire d'actions Hermès.

Les actionnaires familiaux et commanditaires de cette dernière ont décidé d'apporter leurs actions à une holding de contrôle créée pour l'occasion, afin de mettre les titres familiaux à l'abri des convoitises extérieures. Cette holding devait détenir un peu plus de 50 % du capital et des droits de vote de la société, un droit prioritaire d'acquisition portant sur les actions détenues par le groupe familial et qui ne lui auront pas été transférées (soit environ 12 % du capital) devant en outre lui être conféré. Du fait de ce montage, la société holding a franchi en hausse le seuil des trois dixièmes du capital de la société Hermès International et se trouvait ainsi placée dans l'obligation de déposer un projet d'offre publique d'acquisition sur le solde restant du capital de cette société⁸¹.

Pour éviter le lancement d'une offre publique obligatoire, les actionnaires ont sollicité et obtenu du collège de l'AMF une dérogation fondée sur l'article 234-9, 7°, du règlement général de l'Autorité des marchés financiers qui autorise l'AMF à accorder une dérogation en présence d'une « *opération de reclassement, ou s'analysant comme un reclassement, entre sociétés ou personnes appartenant à un même groupe* ».

Ce texte prévoit la possibilité d'octroyer une telle dérogation en cas d'opération de reclassement, ou s'analysant comme un reclassement, entre sociétés ou personnes appartenant à un même groupe.

Dérogation accordée par l'AMF - Dans une décision du 7 janvier 2011⁸², le collège de l'AMF leur a accordé cette dérogation, au motif que « *les demandeurs font partie d'un groupe familial, dont le projet de regrouper une participation majoritaire, provenant principalement des actions déposées dans les caisses sociales de l'associé commandité (...), au profit d'une holding peut s'analyser comme une opération de reclassement entre personnes appartenant à un même groupe, sans incidence sur le contrôle de la société Hermès* ».

⁸¹ F.M.Laprade, Hermès : une dérogation aux allures de cadeau empoisonné, note sous AMF, 7 janvier 2011, n° 211C0024, Hermès International (Euronext Paris), Rev.soc., 2011, p.364 ; A.Gaudemet, Dérogation à l'obligation de déposer un projet d'OPA sur les titres de la société Hermès International : trouble faisceau d'indices, D.2011, p.2973.

⁸² Décis. AMF n° 211C0008 du 6 janv. 2011 et n° 211C0024 du 7 janv. 2011, Rev. sociétés 2011. 258, obs. P.-H. Conac ; RD banc. fin. 2011, n° 69, obs. D. Bompont ; Bull. Joly 2011. 201, note A. Couret ; Bull. Joly Bourse 2011, 326, note S. Torck ; Dr. sociétés 2011, n° 115, obs. R. Mortier, JCP 2011, n° 159, note T. Brocas.

Recours devant la cour d'appel - Des actionnaires minoritaires de la société Hermès International ont, pour leur part, contesté que les conditions posées par l'article 234-9 du règlement général de l'AMF soient remplies, estimant, en outre, que l'opération porte gravement atteinte aux intérêts de cette société et qu'elle n'est pas conforme aux principes régissant les offres publiques. Ils ont formé un recours contre cette décision devant la cour d'appel de Paris qui a rejeté leur demande dans un arrêt du 15 septembre 2011 en reprenant l'appréciation et le raisonnement menés par l'AMF⁸³.

Décision de la commissions des sanctions de l'AMF - La commission des sanctions de l'AMF a rendu le 31 mai 2013 les conclusions du rapport d'enquête sur les conditions d'entrée de LVMH au capital d'Hermès.

L'AMF, qui avait ouvert une enquête après l'irruption de LVMH au capital d'Hermès en octobre 2010, a estimé deux ans plus tard qu'il n'y avait pas délit boursier et a retenu deux griefs contre LVMH : la présentation des actions Hermès et des *equity swaps* dans ses comptes et le défaut d'information du marché.

Selon l'AMF, Bernard Arnault et son groupe LVMH ont travaillé depuis décembre 2006 à des scénarios « de prise de contrôle », selon des extraits d'un rapport de l'AMF cité par la presse. Le comportement de LVMH ne trouverait son sens que dans la préparation d'une montée au capital d'Hermès. LVMH envisageait en effet une montée au capital d'Hermès au moins depuis 2008 et la préparait au moins depuis juin 2010, mais il n'a pas averti le marché et a dissimulé pendant des années dans ses comptes tout indice de son intérêt pour Hermès. Les rapporteurs ne croient guère à la thèse d'une simple exposition économique sur Hermès développée par LVMH, étant donné le caractère dissimulé des 4,9 % d'Hermès, le recours aux *equity swaps*, et les interventions de Lazard et Rothschild.

Une amende de dix millions d'euros a été requise devant l'AMF contre LVMH, accusé d'avoir manœuvré en secret pour monter au capital de son concurrent Hermès fin 2010. En cas de condamnation, le groupe se verrait infliger une amende n'excédant pas 10 millions d'euros, le plafond en vigueur au moment des faits, soit l'amende la plus élevée possible dans cette affaire.

LVMH conteste les conclusions du rapport concernant la régularité de la procédure, la matérialité des faits et leur qualification juridique. La commission des sanctions statuera après avoir examiné chacun des moyens présentés pour la défense de LVMH.

Par décision du 25 juin 2013, la Commission des sanctions de l'AMF a infligé à la société LVMH une sanction pécuniaire de 8 millions d'euros. Il était reproché à LVMH de s'être abstenue d'informer le marché de la préparation de sa « montée » au capital d'Hermès et d'avoir manqué à son obligation d'information à l'occasion de la publication de ses comptes consolidés des exercices 2008 et 2009.

⁸³ CA Paris, 15 sept. 2011, n° 2011/00690, D. 2011. 2275, obs. X. Delpech ; Bull. Joly 2011. 882, note D. Schmidt.

Il est reproché à LVMH :

- La délivrance au public d'une information inexacte, imprécise ou non sincère

En effet, selon l'AMF, il aurait donc dû être fait mention, dans les notes annexées au rapport financier de LVMH, de la concentration du risque sur le seul titre Hermès.

En se dérochant à cette obligation, LVMH a délivré une information imprécise et non sincère, au sens de l'article 223-1 du règlement général de l'AMF.

- Un défaut d'information du public quant à la préparation d'une opération financière

Selon l'AMF « le caractère atypique et massif des ELS [*Equity Linked Swap*]⁸⁴ concentrés sur un seul sous-jacent, les efforts déployés pour masquer la conclusion de ces contrats, enfin, l'organisation de leurs perspectives de dénouement sont, à tout le moins, révélateurs du souci constant de LVMH de se ménager la possibilité d'accéder à la propriété des Titres ; qu'à partir de la fin du printemps 2010, cette éventualité a cédé la place au projet, aux contours bien définis, de prendre, dans le capital d'Hermès, une participation supplémentaire très significative ;

En conséquence, le projet d'acquisition des titres Hermès revêtait donc, dès le 21 juin 2010, des « caractéristiques » suffisamment définies et précises pour entrer dans les prévisions de l'article 223-6 du règlement général de l'AMF ; qu'en conséquence, LVMH aurait dû, à partir de cette date, porter à la connaissance du public l'opération financière en préparation, en indiquant les caractéristiques – notamment la durée et le montant des ELS conclus, la nature des titres sous-jacents et les modalités de dénouement envisagées – ainsi que les aléas ; que, poursuivant la politique d'opacité mise en œuvre depuis l'origine, elle s'est abstenue de toute communication jusqu'à la réalisation effective de sa prise de participation dont l'annonce, le lendemain, a surpris tous les acteurs du marché ; que le manquement à l'obligation d'information qui lui est reproché est donc caractérisé en tous ses éléments ».

Utilisation des dérivés à dénouement numéraire - Ces affaires ont montré que le recours aux dérivés se dénouant en numéraire favorisait les prises de participation rampantes en permettant aux investisseurs de ne pas déclarer leurs positions avant la

⁸⁴ Il résulte de la décision de l'AMF que : l'ELS est un contrat à terme entre deux parties, par lequel l'une s'engage à transférer la performance réalisée par un instrument financier, un indice ou un panier d'actions à l'autre qui, en contrepartie, verse un intérêt fixe ou variable. A terme, soit au dénouement en numéraire de l'ELS, le vendeur s'engage à verser à l'acquéreur la plus-value si le cours du sous-jacent a monté ; dans l'hypothèse inverse, c'est l'acquéreur qui s'engage à verser au vendeur la moins-value. Généralement, le vendeur d'un ELS portant sur la performance d'un instrument financier déterminé, afin de se couvrir contre le risque de versement d'une plus-value, achète les titres de référence, s'il n'en est pas déjà le détenteur. Deux types de dénouement peuvent alors être envisagés, selon les termes du contrat : un dénouement en numéraire, avec versement de la plus-value ou de la moins-value, , ou un dénouement en titres, ceux-ci étant transférés par le vendeur à l'acheteur, qui en devient le propriétaire. En l'espèce, les contrats conclus par LVMH lui permettaient « d'acheter économiquement » les titres Hermès sans avoir à en acquérir la propriété. En sa qualité d'acheteur d'ELS, LVMH s'acquittait d'une commission périodique auprès des banques, qui lui reversaient le rendement des titres,

livraison effective des titres. Elles s'inscrivaient avec acuité dans le débat sur l'utilité ou non d'inclure les dérivés dans le calcul des dépassements de seuils.

L'idée est de forcer les titulaires de tels contrats à terme qui ne donnent pas en principe accès à des titres, puisque leur dénouement se fait normalement en numéraire, à déclarer immédiatement, les franchissements de seuils correspondant à l'assimilation de leurs sous-jacents à des actions. C'est cette idée qui a conduit à la proposition de loi déposée par le sénateur Marini dont les principales dispositions ont été reprises par la loi Warsmann.

2)- Proposition du Sénateur Marini

Propositions émises - Les affaires Wendel et Hermès ont conduit à une proposition conjointe de l'AMAFI / ANSA / FBF du 28 janvier 2011 ainsi qu'à une proposition de loi du Sénateur Marini, prônant l'assimilation des instruments financiers à dénouement monétaire aux instruments se dénouant par une livraison des titres, à l'instar d'autres pays européens (Royaume-Uni, Allemagne, Portugal).

Constats - Le sénateur Marini a déposé une proposition de loi, le 29 juin 2011, visant à améliorer l'information du marché financier en matière de franchissements de seuils⁸⁵. Cette proposition de loi souligne l'inadaptation du régime actuel en ce que les titres placés hors du champ d'assimilation, à savoir 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. 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.

Régime d'assimilation large - La proposition de loi opte pour un régime d'assimilation plus extensif consistant à mettre en place un dispositif de déclaration par assimilation de tous les instruments financiers susceptibles d'exercer un effet économique similaire à la détention d'actions. 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.

Aménagement du régime des déclarations d'intention - Le régime de déclaration d'intention serait également aménagé pour y inclure des précisions sur les intentions

⁸⁵ 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, Sénat, 29 juin 2011, n° 695 ; F. M. Laprade, Franchissements de seuil : plaidoyer en faveur d'une véritable réforme, Bull.Joly Sociétés, décembre 2011, n° 12, p.946 ; Commentaires sur la proposition de loi du sénateur Marini incluant les *equity swaps* dans le calcul des franchissements de seuil, Bull.Joly Sociétés, octobre 2011, n° 10, p.837.

du déclarant en cas de dénouement des accords et instruments auxquels il est partie, pendant la durée de six mois que couvre la déclaration. 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 ») serait également introduite.

Articulation avec le régime des OPA - Enfin, sur la question de l'articulation avec le régime des OPA, le texte prévoit de maintenir le périmètre des titres pris en compte pour le calcul des seuils sous les deux régimes de déclaration de franchissement de seuil et d'OPA. Toutefois, pour ne pas pénaliser à l'excès les opérations qui ne procèdent pas d'une intention de contrôle, la dérogation actuellement prévue serait complétée par une « clause de sauvegarde » afin d'autoriser les franchissements techniques et temporaires du seuil de 30 %, sans intention de contrôle.

L'innovation majeure proposée par le sénateur Marini consiste à ne plus traiter les options *cash settled* dans le cadre de ce régime de déclaration « accessoire » mais de les faire entrer dans le régime « principal ». La loi Warsmann a repris la plupart des propositions du sénateur Marini.

3) Dispositions de la loi Warsmann

Reprise des propositions du sénateur Marini - La loi Warsmann relative à la simplification du droit et à l'allégement des démarches administratives adoptée le 22 mars 2012⁸⁶ a repris la plupart des propositions du sénateur Marini. Le 1^{er} octobre 2012, sont entrées en vigueur les nouvelles dispositions applicables au régime des déclarations de franchissement de seuils et d'intention introduites par cette loi et l'arrêté du 27 septembre 2012 portant homologation de modifications du Livre II (« Emetteurs et information financière ») du Règlement général de l'AMF.

Extension du champ de la détention par assimilation - Ces nouvelles règles, qui anticipent la prochaine réforme de la directive 2004/109/CE du 15 décembre 2004, visent à renforcer la lutte contre les prises de contrôle rampantes. Plus précisément, elles modifient le régime des déclarations de franchissement de seuils qui impose la notification à la société émettrice et à l'AMF des franchissements en hausse ou en baisse des seuils de participation de 5 %, 10 %, 15 %, 20 %, 25 %, 30 %, 1/3, 50 %, 2/3, 90 % et 95 % en actions ou en droits de vote (article L. 233-7, I du Code de commerce).

Élargissement du champ des déclarations d'intention - Tout d'abord, la loi prévoit un élargissement du périmètre de la déclaration d'intention de l'article L.233-7 du

⁸⁶ S.Torck, Aspects de droit des marchés financiers de la loi du 22 mars 2012 relative à la simplification du droit et à l'allégement des démarches administratives, Dr.soc. n° 5, mai 2012, comm. 84 ; B.Zabala, Le traitement des instruments dérivés à dénouement monétaire : le choix de la transparence par assimilation, Bull.Joly Bourse, mai 2012, n° 5, p.207.

Code de commerce en cas de dépassement des seuils de 10%, 15%, 20% et 25% du capital ou des droits de vote. Dorénavant, elle appréhende les modalités de dénouement des positions dérivées.

Franchissement de seuil - Mais surtout, la loi s'intéresse à la notification des franchissements de seuils. Une obligation d'information de la société et du marché pèse sur l'investisseur lorsqu'il détient une participation dépassant les seuils légaux de participation en capital ou en droits de vote.

Jusqu'à présent, selon l'article L.233-7 du Code de commerce, les instruments financiers à dénouement monétaire (cash-settled instruments) ne sont pas inclus dans le calcul des seuils légaux de participation. Les participations détenues au moyen de ces dérivés doivent uniquement être mentionnées séparément dans la déclaration de franchissement de seuils au moyen d'actions ou autres instruments financiers assimilés.

Dorénavant, tout produit dérivé (qu'il donne lieu à livraison physique ou en numéraire) conférant le droit pour son propriétaire d'acquérir, à sa seule initiative, les actions sous-jacentes déjà émises ou les droits de vote seront pris en compte dans le calcul des seuils.

Selon l'article 233-9 du code de commerce un nouveau cas d'assimilation (4° bis), rédigé comme suit :

« I.-Sont assimilés aux actions ou aux droits de vote possédés par la personne tenue à l'information prévue au I de l'article L. 233-7 :

(...)

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 portent, dans les mêmes conditions, tout accord ou instrument financier.

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. »

Selon le III de l'article 223-11 du règlement général de l'AMF adopté par un arrêté du 27 septembre 2012 :

« Pour l'application du 4° bis du I de l'article L. 233-9 du code de commerce, la personne tenue à l'information mentionnée au I prend en compte les actions déjà émises sur lesquelles porte tout accord ou instrument financier réglé en espèces et ayant pour elle un effet économique similaire à la possession desdites actions ».

Il est précisé que :

« Sont considérés comme tels les instruments financiers ou accords :

- a) Indexés sur, référencés ou relatifs aux actions d'un émetteur ;
- b) Procurant une position longue sur les actions à la personne tenue à l'obligation de déclaration.

Il en va ainsi notamment des contrats financiers avec paiement d'un différentiel, des contrats d'échange relatifs à des actions ou de tout instrument financier exposé à un panier ou à un indice d'actions de plusieurs émetteurs sauf s'ils sont suffisamment diversifiés.

Le nombre d'actions et de droits de vote à prendre en compte par le déclarant est calculé en multipliant le nombre maximal d'actions et de droits de vote sur lequel porte l'accord ou l'instrument financier par le delta de l'accord ou de l'instrument financier.

Il n'est effectué aucune compensation avec toute position courte détenue par le déclarant en vertu d'un autre accord ou instrument financier réglé en espèces. »

Conclusion - Cette réforme est un premier pas vers une prise en compte du phénomène du *decoupling*, même si l'encadrement a lieu de manière indirecte puisque cette technique n'est pas le seul et unique objet visé par la réforme.

Elle vient compléter surtout la législation française qui semblait lacunaire en comparaison avec celle en vigueur dans d'autres pays européens en particulier le Royaume-Uni qui adopté un régime d'assimilation des produits dérivés aux titres détenus directement. Elle assure en effet une certaine transparence dans le processus de prise de contrôle de certaines sociétés cotées.

Désormais, depuis le 1er octobre 2012, tout produit dérivé, qu'il soit dénouable en numéraire ou en action doit être pris en compte dans le calcul des seuils donnant lieu à l'établissement d'une déclaration de franchissement de seuil.

Cette nouvelle réforme du régime des franchissements de seuils n'est pas pour autant exempte de critiques.

Il résulte de l'enquête réalisée que certaines personnes interrogées pensent que ce nouveau mode de calcul des produits dérivés à dénouement numéraire n'empêchera pas les prises de contrôle rampantes. Cette mesure ne serait pas véritablement adaptée à une prise en compte des problèmes posés par la pratique de l'*empty voting*. Cette démarche s'inscrit dans la volonté des instances européennes de ne pas adopter de législation spécifique, mais de réglementer cette technique de manière indirecte. Certaines des personnes interrogées estiment d'ailleurs que l'AMF ne donne pas suffisamment de précisions sur la méthode de calcul.

A notre sens, l'objectif de renforcer transparence ne pourra être accompli que grâce aux seuls dispositifs de déclarations de franchissement de seuils et d'intention, ce qui risque de conduire à une inflation des déclarations. Cette réforme devra sans doute être complétée par le renforcement d'autres mécanismes visant à protéger les sociétés cibles et les actionnaires minoritaires, tels que les offres publiques. Surtout, cette réforme ne parvient pas à définir juridiquement le *decoupling*. Le législateur à renvoyé à l'AMF le soin de définir « accord ou instrument financier considéré comme ayant un

effet économique similaire à la possession d'actions »

L'AMF ne pouvait encadrer cette notion économique dans une définition juridique et s'est donc contentée de reprendre la notion « accord ou instrument financier réglé en espèces et ayant pour elle un effet économique similaire à la possession d'actions » en se contentant de compléter la notion par une liste non limitative de techniques. Celles mentionnées dans le règlement général de l'AMF sont présumées relevées de l'assimilation. Tel est le cas des instruments financiers ou accords : i) indexés sur, référencés ou relatifs aux actions d'un émetteur ; ii) Procurant une position longue sur les actions à la personne tenue à l'obligation de déclaration. Tel est « notamment » le cas des contrats financiers avec paiement d'un différentiel, des contrats d'échange relatifs à des actions ou de tout instrument financier exposé à un panier ou à un indice d'actions de plusieurs émetteurs sauf s'ils sont suffisamment diversifiés

La même tentative d'encadrement du *decoupling* sans parvenir à la définir peut être perçue dans différents droits étrangers.

Section II – Droits étrangers

Les situations de *decoupling* ont été appréhendées différemment par différentes législations des États européens, dont l'Allemagne (A) et le Royaume-Uni (C), mais aussi par les États tiers à l'Union Européenne et en particulier les États-Unis (E).

L'examen de ces législations conduit au même constat que le droit français : il paraît vain d'espérer enfermer le *decoupling* dans une catégorie juridique nommée dès lors que cette pratique se définit par son effet économique.

A - Allemagne

Situation générale - En Allemagne, la loi sur le négoce des titres (*Wertpapierhandelsgesetz– WpHG*) a notamment été modifiée par la loi sur la limitation des risques (*Risikobegrenzungs-gesetz*). Cette dernière est entrée en vigueur le 19 août 2008. Les principales innovations se trouvent aux articles s. 27a WpHG et s. 28 WpHG qui prévoient de nouvelles sanctions telles que la déchéance du droit de vote attaché aux actions de l'investisseur pour une durée de 6 mois.

Parallèlement, la jurisprudence sanctionne les actionnaires malveillants sur deux fondements :

- le manquement à l'obligation d'information,
- le manquement aux devoirs de loyauté et de bonne foi.

Subsidiairement, la jurisprudence envisage également des sanctions sur le fondement de l'article 134 du code civil Allemand qui prohibe la manipulation des marchés.

L'acquisition d'options d'achat d'actions et les opérations de *swap* sont des transactions licites. Cependant, les banques impliquées peuvent résilier le contrat si elles estiment être impliquées dans une opération frauduleuse. Cette faculté de résiliation est le plus souvent encadrée par des conventions annexes.

Le prêt d'actions entre actionnaires n'est pas interdit. Néanmoins, la jurisprudence pourrait considérer qu'une telle situation viole les principes de loyauté et de bonne foi.

Concernant l'information, dès l'instant où un actionnaire atteint ou dépasse un seuil fixé par la réglementation, des obligations d'information s'imposent à lui. Ainsi, un actionnaire est tenu d'informer l'émetteur des titres lorsque l'ensemble de ses actions augmenté de ses options d'achat dépasse le seuil de 5%. De même, si une banque vote conformément aux instructions données par un actionnaire, les actions détenues dans le cadre d'un *swap* seront considérées comme appartenant à l'actionnaire en vertu de s. 22 (1) n°2 WpHG. Néanmoins, en pratique, il est difficile de prouver que la banque a agi selon les instructions d'un actionnaire en l'absence d'écrit.

Prêt et emprunt de titres - Les opérations de prêt d'actions doivent faire l'objet d'une information si le pourcentage de droit de vote de la société emprunteuse résultant de ses propres parts plus des parts empruntées dépassent un certain seuil qui oblige cette dernière à informer les autres actionnaires de la société (3%, 5%, 10%).

Il n'existe pas de procédure particulière quant à la publicité de cet emprunt. La société qui a emprunté les titres doit révéler l'emprunt dans tous les cas c'est-à-dire si le droit de vote des titres, objet de l'emprunt est exercé à la discrétion de l'emprunteur ou conformément aux instructions du prêteur. L'article s.22 (1) n°2 WpHG impose cette information dès que les seuils sont atteints ou dépassés quelle que soit la façon dont on détient les titres (propriété ou emprunt).

Opérations de swaps - Il n'y a pas d'exigence particulière tenant à l'information en cas d'opération de *swaps*. Toutefois, étant donné que la société qui a proposé le *swap* détient d'une certaine façon le contrôle du droit de vote et l'exposition économique des actions, les actions de la société qui l'a accepté sont considérées comme appartenant à la première société. Cette société est donc tenue à l'obligation d'informations en vertu de s.22 (1) n°2 WpHG. Elle doit informer que les parts appartenant à la seconde société lui appartiennent ou plutôt sont sous son contrôle. En outre, la seconde société est tenue à son obligation d'information si elle passe un seuil à la baisse.

Le délai pour l'obligation d'information - L'obligation d'information doit se faire le plus rapidement possible et au maximum dans les quatre jours ouvrables qui suivent la transaction (s. 21 (1) WpHG.) En d'autres termes, la divulgation d'information doit être effectuée le premier jour suivant la transaction dans la mesure où l'opération est certaine. Le deuxième jour suivant l'acquisition du droit de vote, l'acquéreur est présumé connaître son pourcentage de part dans la société (s. 21 (1) phrase 4 WpHG.). Par conséquent, si la société n'a pas révélé sa position avant la réunion, elle a violé l'obligation d'information. Dans les cas graves, les sanctions pénales relatives à la manipulation de marché peuvent s'appliquer.

S'il y a un accord d'emprunt ou d'achat de titres, la société emprunteuse doit informer les autres actionnaires de l'étendue de son droit de vote (actions propres et actions empruntées) immédiatement après l'accord, dans un délai de 4 jours ouvrables. Par conséquent, cette société ne peut pas contourner l'exigence d'information si elle effectue l'emprunt longtemps à l'avance mais elle peut retarder la publicité en réalisant le prêt juste avant la « record date ».

Les sanctions prévues en cas de défaut d'information - Lorsque l'actionnaire a manqué à son obligation d'information, ou a informé tardivement l'émetteur des titres, des sanctions sont prévues à s. 21 WpHG. La société encourt une déchéance de tous ses droits provenant de ses titres (déchéance du droit de vote, des dividendes, de la part résiduelle) pendant une période de six mois suivants le manquement à son obligation. La société encourt également des sanctions administratives pouvant aller jusqu'à un million d'euros, des sanctions pénales en cas de délit de manipulation du marché pouvant aller jusqu'à 5 ans d'emprisonnement. La société peut également être

tenue à verser des dommages-intérêts en réparation du préjudice subi, mais cette sanction est rare en pratique.

L'obligation de divulguer ses intentions - Si le pourcentage global des parts d'un actionnaire (soit ses actions, les actions de la banque contrôlées par lui-même, des emprunts d'actions...) excède 10% des parts de la société émettrice, l'actionnaire est tenu de dévoiler ses intentions et le mode de financement pour l'acquisition (s. 27a (1) WpHG). Cette information s'impose également lorsque les objectifs changent.

Pour les violations aux règles de prix minima en vertu de la loi relative à l'OPA, le BAFin peut imposer des sanctions administratives jusqu'à 1 million d'euros (s. 60 (1) WpÜG.) et les actionnaires « victimes » peuvent poursuivre pour divulgation d'informations inexactes ou imprécises conformément à ce que prévoit le code civil allemand. Parfois, il arrive que les actionnaires concernés puissent poursuivre directement la société qui a mis en place l'OPA hostile.

Droit de vote : suspension, abstention, privation et transfert automatique - Si avant le vote, le conseil d'administration se rend compte que l'actionnaire s'apprête à violer le devoir de bonne foi vis-à-vis de la société émettrice, le conseil d'Administration peut suspendre le droit de vote résultant de l'emprunt des titres. Il faut prouver que ce manquement a affecté la société ou les actionnaires. Le droit de vote peut également être suspendu si on remarque qu'une société emprunteuse détenant ces parts, augmentée des actions prêtées, détient un certain pourcentage qui déclenche l'obligation d'information (s. 28 WpHG) et a manqué à cette obligation.

Les sanctions prévues à l'article 27 WpHG sont applicables. Le BAFin est compétent pour sanctionner ce type d'opérations. Toutefois, généralement, le président du conseil d'administration dévoile les violations aux règles relatives à l'obligation d'information lors du conseil et suspend les droits de vote « frauduleux ». Ces votes ne se seront pas comptabilisés dans la détermination des résultats du vote. L'actionnaire destitué de ses droits peut évidemment contester cette décision devant le tribunal compétent.

En outre, si des banques et/ou des actionnaires votent en défaveur des intérêts de la société visée ou en défaveur des intérêts des actionnaires de cette même société, le président du conseil d'administration peut considérer que la société et/ou les banques ont manqué à leur devoir de bonne foi vis-à-vis de la société visée ou de ses actionnaires. Dans ce cas, le président du conseil a la possibilité de suspendre leur droit de vote.

Une information fautive ou imprécise peut entraîner des sanctions pour l'actionnaire fautif. Ainsi, la déchéance de ses droits de vote est envisageable. Si les actions sont détenues pour le compte d'un tiers, étant donné que l'on ne connaît pas le tiers, les sanctions s'appliquent à l'actionnaire qui détient ces actions comme si ces actions lui appartenaient directement. Cette règle est applicable également si le président du directoire estime qu'il y a violation des devoirs de loyauté et de bonne conduite (dans le fait de voter en faveur de l'OPA).

Si l'ensemble des actionnaires ou le conseil d'administration soutient que la société actionnaire en question a violé son devoir de loyauté et de bonne foi ou si elle a manqué à son obligation d'information et que par conséquent a perdu son droit de vote, ces derniers peuvent demander via une procédure d'annulation (rescission suit) au tribunal compétent de déclarer les votes nuls.

Les tribunaux peuvent jouer un rôle important dans la défense des intérêts des actionnaires minoritaires.

L'affaire Shaeffler/Continental et ses suites - Plusieurs affaires montrent l'utilisation de produits dérivés afin de permettre à des investisseurs d'acquérir des participations importantes sans les déclarer. C'est notamment le cas du groupe Schaeffler qui a pris le contrôle de la société Continental en 2008.

Grâce à l'utilisation de plusieurs produits dérivés aussi bien à dénouement physique que monétaire, la société Shaeffler était parvenue à prendre le contrôle de 33% et 36% du capital de Continental avant de lancer une offre publique. La société Shaeffler n'a déclaré que le seuil de 3% alors qu'elle détenait en réalité plus de 30% du capital. La société Continental a dénoncé ce montage, mais le BaFin n'a pas considéré qu'il y avait en l'occurrence violation des règles de déclaration.

En effet, avant la réforme, les seuils de déclaration étaient fixés à 3% pour la détention d'actions et à 5% pour la détention de produits dérivés donnant accès au capital. La loi sur la limitation des risques impose de cumuler les deux catégories (actions et actions sous-jacentes à des produits dérivés à dénouement en titres) pour le calcul du seuil. L'autorité de régulation financière, la BaFin, a ainsi considéré que 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 %, comme ne couvrant pas les instruments à dénouement numéraire.

Le 11 février 2011, le Bundestag a souhaité réformer la loi afin d'inclure les instruments à dénouement numéraire dans le périmètre de déclaration afin de 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 ». La formulation large du champ d'application de la loi est destinée à décourager les stratégies de contournement.

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 n'a finalement pas été retenue.

Conclusion – Comme le législateur français, le législateur allemand a voulu retenir une définition particulièrement large permettant de lutter contre le *decoupling* en faisant référence à tous les « 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 ». Mais ici aussi le législateur n'est pas

parvenu à donner un cadre juridique permettant d'appréhender le *decoupling* dans une frontière délimitée.

B) Royaume-Uni

La Financial Conduct Authority (FCA) travaille depuis quelques années sur l'adoption de nouvelles règles de divulgation à la fois dans le cas de positions longues et courtes. En 2008, la FCA a adopté de nouvelles règles de divulgation à l'égard de détenteurs de courtes positions. Le 1er juin 2009, les règles de divulgation des CFD sont entrées en vigueur⁸⁷.

La réglementation concernant les déclarations de franchissement de seuils, prévue par le chapitre 5 des *Disclosure and Transparency Rules* (DTR 5), impose aux détenteurs d'actions ou de produits financiers donnant droit à des actions de déclarer le dépassement du seuil de 3% des droits de vote, puis tous les seuils de 1% supplémentaires. La Financial Services Authority a entendu combler une lacune de la directive « Transparence » et réformer la réglementation, en se focalisant à l'origine sur le traitement des *Contract For Difference*. Initialement, les CFD ne donnaient droit à aucun droit de vote et ne permettant aucun dénouement physique, étaient laissés en dehors du champ d'application de la DTR 5. La Financial Services Authority s'est tout de même intéressée à l'influence que pouvaient avoir les CFD sur la détention des droits de vote et l'exercice du contrôle sur les émetteurs. Elle a réalisé une consultation publique dans le but d'adapter la réglementation des produits dérivés à dénouement numéraire. Le processus de consultation et de décision a été étalé de novembre 2007 au 1er 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 exemptions. L'autorité britannique a donc choisi une définition extensive et économique afin d'assimiler les actions sous-jacentes à une détention directe.

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 %.

1) La notion de *Contract for Difference*

La FSA a ainsi pris en compte les *contract for difference* (CFD). Les CFD (*contracts for difference*) sont des produits portant sur la différence de prix entre le cours d'entrée et le cours de sortie d'un actif financier sans pour autant permettre d'acheter, emprunter, vendre ou prêter l'actif lui-même.

L'avantage du CFD est typiquement l'effet de levier qu'il offre par rapport à l'achat des

⁸⁷ FCA 2009/13.

titres eux-mêmes. Les gains sont proportionnellement plus importants ainsi que sont les pertes.

Le fait qu'il n'existait généralement pas d'obligation déclarative permet aux investisseurs de prendre des positions importantes et de bénéficier de l'asymétrie de l'information sur le marché.

Traditionnellement, les CFD ne donnent pas de droits de propriété aux investisseurs sur les actions sous-jacentes (bien que les dividendes et les actions émises pendant la durée du contrat signifient que certains ajustements peuvent être apportés). Étant réglé en espèces au début, il y a habituellement aucune option efficace pour prendre plus tard la livraison des actions au lieu d'un règlement en espèces. Toutefois, certains émetteurs peuvent couvrir leur risque en acquérant effectivement un certain nombre de titres sous-jacents. En conséquence, lorsque les parties liquident le CFD, la couverture de l'émetteur sera dénouée et l'investisseur peut en fait opter pour le paiement sous forme d'une action sous-jacente au lieu de l'argent qu'il pourrait obtenir autrement.

2) Déclaration des intérêts économiques

Comme indiqué précédemment certains instruments financiers ne sont pas en soi et n'ont pas été conçus pour acquérir des participations en actions, mais pour bénéficier des avantages économiques liés à l'évolution des prix des actions.

Même lorsque les obligations d'information ont inclus les dérivés, celles-ci ont été systématiquement interprétées de la manière la plus restrictive. La Loi sur les sociétés de 1985 prévoit une obligation générale d'information portant sur "tout" intérêt que ce soit en actions. Cela aurait dû inclure des options, des bons de souscription et produits similaires. Mais la Companies Act en fait une interprétation restrictive de sorte que les intérêts qui étaient seulement économiques ont été exclus des règles de déclaration.

Toutefois, l'utilisation croissante de produits dérivés, ces dernières années, combinée à la flexibilité juridique qui permet de re-couplage des intérêts économiques et les droits des actionnaires signifie que de plus en plus d'investisseurs ont utilisé ces instruments à des fins qui vont au-delà de la simple exposition économique.

3) Les nouvelles règles de déclaration sur les positions longues

A partir du 1er juin 2009, le Règlement de présentation révisé du CFD est entré en vigueur. Les nouvelles règles exigent des CFD ayant une position longue d'être divulgués lorsque le pourcentage total d'actions et/ou des CFD atteint le seuil de 3% des droits de vote. Les changements dans la position de 1% ou plus doivent également être divulgués.

Les informations devant être déclarées sont les suivantes :

- Identité de l'émetteur ou de l'émetteur sous-jacent d'actions existantes dont les droits de vote sont attachés,
- Motif de la notification,

- Nom complet de la personne (s) soumis à l'obligation de notification,
- Date de la transaction et la date à laquelle le seuil a été franchi ou atteint,
- Date de notification à l'émetteur,
- Seuil (s) qui est / sont atteint ou dépassé,
- Informations sur la situation avant et après l'opération de déclenchement.

Les règles s'appliquent non seulement aux CFD, mais aussi à d'autres dérivés. Toutefois, parce que certains CFD ne sont pas couverts de la même manière que les dérivés tels que les options réglées en numéraire, la FCA a adopté un système de communication qui est le delta. Un CFD aurait un delta de 1 car il reflète la variation du prix de l'action sous-jacente. Pour certains dérivés, le delta varie en fonction de l'évolution des prix des actions sous-jacentes et le temps de péremption.

Cependant, les règles contiennent encore d'importantes exemptions pourvu que ceux qui bénéficient de ces exemptions s'engagent à ne pas exercer les droits de vote qui peuvent être attachés aux actions sous-jacentes. La raison derrière ces exemptions est d'éviter les déclarations inutiles.

Les teneurs de marché sont exemptés de la règle des 3%. Le seuil qui s'applique à eux est de 10%.

Les établissements de crédit ou des entreprises d'investissement au sein de leur portefeuille de négociation, doivent déclarer leurs avoirs quand ils atteignent un seuil de 5%.

4) Les règles de déclaration sur les positions courtes

Le 13 juin 2008, la FSA a modifié le Code de conduite du marché et a adopté un régime de déclaration temporaire pour les courtes positions. Ces règles sont entrées en vigueur le 20 juin 2008. Les règles ont été adoptées en réaction à la volatilité excessive du marché dans des sociétés cotées sur les marchés du Royaume-Uni. En vertu de ce régime, la déclaration est nécessaire le lendemain de la prise de position courte par un investisseur qui excède 0,25% du capital-actions émis par une société cotée⁸⁸. Les obligations d'information sont exigées si la limite est dépassée pour un jour donné. Les positions à découvert sont calculées sur une base en delta plutôt que sur une base nominale de l'action. Les changements dans la position doivent également être déclarés. Les informations à déclarer sont les suivantes :

- Nom de la personne détenant la position courte ;
- Nom de l'émetteur des titres concernés ;
- Taille de la position en tant que pourcentage du capital-actions émis ;
- Date à laquelle le seuil de 0,25% a été atteint ou dépassé.

Ce régime a été adopté davantage comme une interprétation des règles existantes que de nouvelles règles de fond. Fondamentalement, la FSA considère que ne pas divulguer la position courte nette supérieure à 0,25% du capital social émis de la société constituerait un abus de marché en vertu du Code de conduite des marchés.

⁸⁸ DTR 5.1.3R(3)

Le régime a été étendu en janvier 2009.

5) La dichotomie avec les règles de prise de contrôle

Le régime britannique met en place ce que les règles de déclaration, dans le cadre d'offres publiques d'achat, reconnaissent déjà. Fait intéressant, les risques posés par les *swaps* ont été reconnus au début par les règles d'acquisition. En mai 2006, le Royaume-Uni a égalisé le traitement du CFD avec celle du securities sous-jacent⁸⁹. Ainsi, il était illogique de considérer les *swaps* d'actions ou CFD comme représentant seulement un intérêt économique.

D) Etats-Unis

Le *Securities Exchange Act* est une loi fédérale américaine votée en 1934 qui régule les marchés financiers secondaires. Elle intervient à la suite de la *Securities Act* de 1933 qui régulaient les marchés primaires. Un certain nombre de ces dispositions sont encore en vigueur à l'heure actuelle, et certains de ces articles ont une incidence directe en matière de droit de vote.

1) La section 16 de la US Securities and Exchange Act de 1934

La section 16 de la US Securities and Exchange Act de 1934 constitue avec la règle 10b-5, la principale règle portant sur le délit d'initié.

Elle impose des obligations pesant sur:

- Les dirigeants et administrateurs d'émetteurs qui détiennent déjà des titres enregistrés en vertu de la section 12 de l'Exchange Act ;
- Les « Beneficial owners » de plus de 10 pour cent d'une catégorie de titres enregistrés en vertu de la section 12 de l'Exchange Act.

Le « beneficial owner » d'une catégorie de titres est défini comme « une personne ou un groupe de personnes qui détient, directement ou indirectement, des droits, le vote ou le pouvoir de disposition sur ces titres ou de la puissance d'investissement qui comprend le pouvoir de disposer ou ordonner l'aliénation des titres ». Ainsi, un fonds pourrait être soumis aux exigences de la sections 16, même s'il détient des options - permettant le droit d'acquérir le titre sous-jacent dans les 60 jours⁹⁰ - ou s'il est en mesure de nommer un administrateur ou s'il peut être considéré comme faisant partie d'un groupe qui soit détient ensemble les options dépassant un certain seuil ou est en

⁸⁹ Armour, John, Skeel, David A., Jr., *The divergence of U.S. and UK takeover regulation: who writes the rules for hostile takeovers*, in Regulation, September 22 2007.

⁹⁰ Il convient de noter que la réception par «une personne» des options non acquises peut la rendre « beneficial owner » d'actions sous-jacentes aux options, peu importe les conditions ou les éventualités quant au moment où l'intérêt pécuniaire peut être effectivement réalisé. V. Un guide pratique de la section 16, quatrième édition, P. Stanton Eigenbrodt édition, Aspen Publishers.

mesure de désigner un administrateur au conseil d'administration de l'émetteur. L'existence d'un groupe dépend des circonstances de chaque cas. Lorsqu'il peut être démontré qu'il y avait coordination des investisseurs, l'existence d'un groupe peut être reconnue.

Les limites aux négociations résident dans le fait que les personnes déclarantes ne peuvent pas s'engager dans des « short swing » plus d'une fois tous les six mois. S'ils le font, tout bénéfice réalisé doit être remboursé à l'émetteur. La section 16 (b) impose une responsabilité stricte sur les personnes signalées. Une violation existe en effet et elle est fondée sur l'existence d'un court-swing indépendamment de l'intention.

Suite à l'adoption le 30 Juillet 2002 de la loi Sarbanes-Oxley Act⁹¹, la section 16 (a) a été modifiée par un article 403 (a). Le changement étend la portée de l'article et réduit les délais de notification. Cela exige que les signalements soient effectués avant la fin du deuxième jour ouvrable suivant l'exécution d'une transaction qui change la propriété effective si une telle transaction comprend un changement du « *beneficial ownership* » ou de l'achat ou de la vente d'un accord capital-*swap*.

2) Une nouvelle interprétation des règles par les tribunaux

L'affaire CSX - L'affaire CSX⁹² concerne le conflit entre la société CSX («CSX») - l'un des plus grand chemin de fer des Etats-Unis - et les actions concertées des fonds spéculatifs, Investment Fund Management (UK) LLP ("TCI") et Capital Partners Ltd («3G») (ensemble "HF"). CSX est une société américaine cotée en bourse. TCI a conclu des *swaps* sur rendement total («TRS») avec différentes banques sur les actions CSX, tandis que la 3G a acquis les actions ordinaires. Mi 2007, le TRS et le stock accumulé s'élevait à plus de 15% des actions de CSX. La position n'a été divulguée qu'en décembre 2007 comme les actions appartenant à HF par opposition au TRS qui les fait glisser au-dessus du seuil de 5%.

Dans les faits, HF a accumulé des *swaps* avec un certain nombre de contreparties (huit au total pour TCI) sur deux années. Ils ne pouvaient ignorer que les contreparties des *swaps* servaient à couvrir leurs positions par l'acquisition de positions dans les actions sous-jacentes.

Cela a donné la possibilité à HF quand il le décide et à son entière discrétion, de transformer un intérêt économique en une propriété réelle des actions. En conséquence HF a commencé à convertir efficacement certains de ses *swaps* en actions en 2007. Par ailleurs, il a également cherché à influencer ses contreparties aux *swaps* de voter en faveur de sa lutte par procuration et généralement pour l'aider à influencer la gestion et la gouvernance de CSX.

HF a utilisé les TRS pour prendre le contrôle d'un nombre suffisant d'actions de CSX, bien au-dessus du seuil de 5%, mais sans aucune déclaration faite, de façon à obtenir

⁹¹ P. L. No. 107-204, 116 Stat. 745.

⁹² CSX Corp. V Children's Investment Fun Management (UK) LLP, No. 08-cv-2764, 2008 WL 2372693 (S.D.N.Y.), 1.

la nomination au conseil d'CSX d'un certain nombre d'administrateurs approuvés par HF.

CSX l'a poursuivi pour violation de la section 13 (d) de l'*Exchange Act* et lui a reproché le défaut de déclaration, tel que requis en vertu de l'*Exchange Act*, qu'il était le véritable propriétaire de plus de 5% des actions de CSX et l'omission de déclarer que la TCI et 3G avaient formé un groupe.

La Cour fédérale du district a estimé le 11 juin 2008 que HF s'est engagé dans « un plan afin d'éviter les exigences de déclaration de la section 13 (d), » en violation de la règle de la SEC 13d-3 (b), et est donc considéré comme le « *beneficial owners* » des actions sous-jacentes aux accords de *swap* et était donc soumis à l'obligation de déclaration. Toutefois, la Cour fédérale du district a estimé que CSX n'avait pas démontré l'existence d'un préjudice irréparable si la cour refusait de condamner HF à voter⁹³. Cette décision a été confirmée par la Cour d'appel⁹⁴.

Une interprétation qui met l'accent sur la finalité plutôt que des moyens - La Cour estime que l'instrument et les droits qu'il véhicule immédiatement ne sont pas suffisants pour former un appel du jugement s'ils confèrent un simple intérêt économique ou la propriété effective. L'opération entourant l'instrument doit être considérée comme un tout et un certain nombre d'indices devrait être utilisé pour déterminer l'intérêt et les droits conférés par un instrument. En réalité, l'instrument n'est pas aussi important que le but qu'il sert. Ceci est confirmé par la Cour d'appel des États-Unis qui affirme que le "le but de l'article 13 (d) est d'avertir le marché pour toutes les importantes et rapides concentrations ou l'accumulation de titres, quelle que soit la technique utilisée, et qui pourraient représenter un changement potentiel dans le contrôle de l'entreprise"⁹⁵. La difficulté réside alors dans l'identification de la finalité avant sa mise en œuvre et de la réparation de son impact sans causer des dommages irréparables.

Indices du « *beneficial ownership* » - L'intérêt économique des TRS dans l'action sous-jacente permet de découpler efficacement la propriété réelle et les droits de vote dans ces actions. L'une des parties peut ne retenir que l'intérêt économique et l'autre partie les droits de vote. Cependant, comme l'ont souligné Henry TC Hu et Bernard Black, dans de nombreux articles, les intérêts économiques et les droits de vote ne peuvent être qu'apparemment découplés puisque l'une des parties peut discrétionnairement accéder ou contrôler le vote de l'autre partie⁹⁶. L'intérêt

⁹³ Pour le juge Kaplan, cette démonstration doit être faite à la lumière de la décision de la Cour suprême dans *Rondeau c Mosinee Paper Corp*, 422 US 49 (1975).

⁹⁴ *CSX Corp. v. Children's Inv. Fund Mgmt. (UK) LLP*, No. 08-2899-cv, United States Court of Appeals for the Second Circuit, September 15, 2009.

⁹⁵ See *GAF Corp. v. Milstein*, 453 F.2d 709, 717 (2d Cir. 1971), cert. denied, 406 U.S. 910 (1972).

⁹⁶ Henry T. C. Hu & Bernard Black, *The New Vote Buying: Empty Voting and Hidden (Morphable) Ownership*, 79 S. Cal. L. Rev. 811, 825-26 (2006); Henry T. C. Hu & Bernard Black, *Equity and Debt Decoupling and Empty Voting II: Importance and Extensions*, 156 U. Pa. L. Rev. 625, 638 (2008).

économique en tant que tel ne confère pas la propriété. Toutefois, lorsque le contrôle ou l'influence est exercée par l'une des parties sur les droits de vote détenus par l'autre partie, l'intérêt économique peut se transformer en propriété réelle au sens de la Règle 13d-3 (a).

La SEC a elle-même considéré que la capacité d'influencer efficacement les droits de vote est suffisante pour déclencher les obligations d'information⁹⁷ - "la capacité de contrôler ou d'influencer le vote ou la cession des titres." - Et que les faits et circonstances de chaque cas aideront à déterminer si l'influence est effective⁹⁸ - " une analyse de tous les faits et circonstances pertinents dans une situation particulière ... est nécessaire pour identifier chaque personne possédant le droit de vote requis ou le pouvoir d'investissement. Par exemple, pour la mise en œuvre de la règle, la simple possession du droit de vote des titres en vertu de la loi de l'Etat ou toute autre loi peut ne pas être déterminante pour déterminer le véritable propriétaire de ces titres dans la mesure où une ou plusieurs personnes peuvent avoir le pouvoir tant juridique, économique ou autre, d'exercer ce vote. ». Toutefois, la SEC souligne également que «les incitations économiques ou commerciales entre les parties à un contrat d'*equity swap*» ne sont pas suffisantes pour conférer l'influence que pourraient s'octroyer les bénéficiaires en vertu des règles 13d-3⁹⁹.

Le « *beneficial ownership* » et le *stock parking* - Le *stock parking* est «une dissimulation de l'actionariat réalisée en plaçant le stock dans un compte au nom d'un tiers »¹⁰⁰ et est soumis à l'obligation de déclaration de la section 13 (d). Henry TC Hu et Bernard Noir considèrent que l'analogie entre l'utilisation de *swaps* d'actions et d'un parking boursier est possible surtout lorsque l'investisseur protège la contrepartie contre les pertes liées à l'acquisition de l'action sous-jacente, éliminant ainsi tout risque économique¹⁰¹. Dans le cas CSX l'analogie est possible étant donné que HF a veillé à ce que les contreparties soient systématiquement couvertes par des *swaps* pour les actions correspondantes.

Le « *beneficial ownership* » et la fiscalité - Les revenus provenant d'un *swap* sont imposés en référence à la résidence du contribuable - à quelques exceptions près - ce qui permet aux investisseurs étrangers de synthétiser les revenus issus de la propriété des actions américaines et d'éviter la retenue d'impôt américain qui s'applique aux dividendes reçus des participations effectives.

Bien que, le juge Kaplan n'a pas conclu précisément sur la question de savoir si la

⁹⁷ Interpretive Release on Rules Applicable to Insider Reporting and Trading, Exchange Act Release No. 34-18114, 46 Fed. Reg. 48,147, 48,149 n.17 (Oct. 1, 1981).

⁹⁸ Adoption of Beneficial Ownership Disclosure Requirements, Exchange Act Release No. 34-13291, 42 Fed. Reg. 12,342, 12,344 (Mar. 3, 1977).

⁹⁹ SEC Letter to Judge Kaplan in the CSX case, dated June 4, 2008.

¹⁰⁰ SEC v. First City Fin. Corp., 688 F. Supp. 705, 720 (D.D.C. 1988), aff'd, 890 F.2d 1215 (D.C. Cir. 1989).

¹⁰¹ Hu & Black, 79 S. Cal. L. Rev. at 869.

propriété effective existait, ses arguments étaient que le Groupe a acquis les *swaps* d'actions afin d'éviter l'obligation d'information et TCI et 3G auraient dû payer des impôts retenus à la source. L'IRS a développé son propre test de « *beneficial ownership* » basé sur un certain nombre de critères dont aucun n'est déterminant mais qui compte des indices pèseront en faveur de l'imposition des taxes applicables :

- « (1) si la personne a un titre légal ou un droit contractuel d'obtenir un titre légal,
- (2) si la personne a le droit de recevoir la contrepartie du transfert du stock,
- (3) si la personne bénéficie des avantages économiques et des charges d'un actionnaire,
- (4) si la personne a le pouvoir de contrôler la société,
- (5) si la personne a le droit d'assister aux assemblées des actionnaires,
- (6) si la personne bénéficie le droit de vote rattaché aux actions,
- (7) si les certificats d'actions sont en possession de la personne ou sont détenus par des tiers au profit de cette personne,
- (8) si la société présente la personne comme un actionnaire sur ses déclarations fiscales,
- (9) si la personne se présente comme un actionnaire sur sa déclaration de revenus des particuliers,
- (10) si la personne a été indemnisé pour le montant des impôts dus en raison de sa qualité d'actionnaire,
- (11) si la personne a accès aux livres d'entreprise,
- (12) si la personne démontre par des actes manifestes qu'il est le propriétaire " »

On ne peut pas s'empêcher de se demander si la position du juge Kaplan vise à rendre une décision en faveur de CSX ou à attirer l'attention de l'IRS sur les fraudes potentielles - l'utilisation de *swaps* à des fins de tromperie et / ou l'évasion fiscale.

Il convient de noter que l'approche constructive de la propriété prévue à l'article 1260 du Code Inland Revenue peut s'avérer utile à la SEC, qui cherche à développer un concept qui va au-delà de du « *beneficial ownership* ».

3) L'article 16 (b)

A la suite de la décision du juge Kaplan, une nouvelle action, par un actionnaire de CSX, basée sur une violation de la section 16 (b) de l'Exchange Act a été portée devant les tribunaux.

Sur la base de son point de vue que les *swaps* ont conféré la propriété de plus de 10% de CSX et 3G en tant que groupe, l'actionnaire de CSX avait affirmé que TCI et 3G ont réalisé 137,6 millions de dollars de bénéfices en short-swing. Pour éviter tout risque - plus spécifiquement le risque que la décision du juge Kaplan soit confirmée en appel et ainsi forcer TCI et 3G à restituer les profits réalisés -, TCI et 3G ont accepté de payer 11 millions de dollars à CSX, le 16 Décembre, 2008. Ce n'est pas une reconnaissance de la violation de la section 16 (d), mais il démontre qu'il existe une incertitude juridique suffisante pour que les accusés préfèrent transiger.

4) La position de la SEC à l'époque de la décision CSX

L'intérêt économique et le « *beneficial ownership* » - Dans une lettre au juge Kaplan, le SEC considère que la section 13 a un champ d'application plus large que la Règle 13d-3¹⁰². Pour la SEC, la règle 13d-3 est restrictive et met l'accent sur la puissance du pouvoir de vote et d'investissement. Elle doit être interprétée comme s'appliquant à la capacité de diriger le vote dans un certain sens plutôt qu'aux seules incitations économiques à voter d'une certaine façon. La SEC reconnaît que la règle n'est pas claire et qu'elle ne se limite pas à une détention juridique réelle des actions. Les faits et circonstances de l'affaire joueront un rôle déterminant pour établir l'existence de droits de vote ou d'investissement. Cependant, quelles que soient les circonstances de l'espèce, elles doivent clairement indiquer une capacité effective de vote direct. Un mandat révocable ne confère pas la propriété des titres et ne déclenche pas les exigences de déclaration de la règle 13d-3.

Seul l'octroi d'une procuration irrévocable a été jugée suffisant pour conférer le *beneficial ownership* au détriment du cessionnaire¹⁰³. Voir Affaire Douglas A. Kass Exchange Act de presse n ° 31046 (17 Août, 1992). Pour la SEC des incitations économiques ou commerciales qui pourraient être contenues dans un contrat d'*equity swap* ne sont pas suffisantes pour créer la *beneficial ownership* en vertu la règle 13d-3. La règle 13d-3 (b) prévoit en effet que :

«Toute personne qui, directement ou indirectement, crée ou utilise une fiducie, procuration, pooling ou de tout autre contrat, accord ou dispositif ayant pour objet ou pour effet de priver cette personne du *beneficial ownership* d'un titre ou d'empêcher l'acquisition de cette propriété dans le cadre d'un plan ou schéma afin d'échapper aux exigences de déclaration de l'article 13 (d) ou (g) de la Loi est réputée en vertu de ces sections être le bénéficiaire effectif de ce titre ».

La question est de savoir dans quelle mesure une partie avec l'intention de devenir directement ou indirectement, le véritable propriétaire, peut utiliser un *equity swap* pour éviter de se déclarer comme le véritable propriétaire. La SEC estime que la règle ne s'applique pas réellement à la partie qui entre dans un *swap*. Elle considère que l'instrument utilisé par une partie n'est pas susceptible de permettre de penser que le *swap* a été utilisé « dans le but ou avec l'effet d'éviter la propriété effective ». Le but recherché semble ici être trop éloignée par rapport à l'utilisation du *swap*. La SEC estime en outre que la motivation de la personne est moins importante que la connaissance de la personne ou son ignorance de la situation créée. Pour la SEC, prendre des mesures afin d'éviter les obligations d'information n'est généralement pas une violation de la section 13 (d) à moins que les mesures créent une fausse apparence. Cependant, malgré cette affirmation, la SEC n'exclut pas la possibilité, dans des circonstances exceptionnelles, de l'existence d'un plan ou d'un montage afin d'échapper aux exigences de la *beneficial ownership* même en l'absence de fausse apparence. Mais cela ne s'applique pas au cas d'une personne qui conclut un contrat d'*equity swap*. La SEC voit ici une différence entre les décisions commerciales

¹⁰² SEC Letter to Judge Kaplan in the CSX case, dated June 4, 2008.

¹⁰³ Voir Affaire Douglas A. Kass Exchange Act de presse n ° 31046 (17 Août, 1992).

confidentielles et la fausse représentation.

5) Remèdes mis en place par les sociétés

Les sociétés qui sont ciblées par les actionnaires activistes détiennent les moyens de forcer la déclaration. Certaines sociétés ont récemment modifié leurs statuts. Ils intègrent désormais les dérivés dans la définition de la «*beneficial ownership*» des actions aux fins de déclencher une « pilule empoisonnée »¹⁰⁴.

Une « pilule empoisonnée » sous forme d'action est un outil utilisé par les sociétés pour éviter les OPA hostiles si elles traduisent l'acquisition d'une participation de contrôle dans la société ou la sollicitation de procurations afin de changer le conseil d'administration. L'outil est appelé «pilule empoisonnée», car il est considéré comme nocif à la fois pour la cible de l'offre et le soumissionnaire. La pilule empoisonnée est exprimée dans les statuts qui prévoient la possibilité pour les actionnaires existants d'acquérir plus d'actions dans la cible de l'OPA dans le but de diluer le pourcentage de propriété du soumissionnaire et de limiter ainsi sa capacité à poursuivre le processus de prise de contrôle¹⁰⁵.

De nombreux statuts restreignent les obligations d'information des actionnaires à la propriété des actions. Cependant, l'utilisation d'instruments financiers sophistiqués pour "surprendre" la société cible par l'acquisition d'«intérêts économiques» plus tard transformé soudainement en propriété effective a conduit les sociétés à modifier la définition de la propriété effective des actions et à y inclure ces instruments financiers. Il y a cependant des inconvénients à cela. Comme indiqué précédemment la pilule empoisonnée est aussi mauvaise pour la cible que pour le soumissionnaire. Si la pilule empoisonnée est automatiquement déclenchée par la propriété accumulée d'un large éventail d'instruments financiers, les sociétés peuvent se porter préjudice. Ainsi, tandis que la définition de la «propriété effective» a été élargie dans sa portée, l'élément déclencheur a été restreint¹⁰⁶.

Les pilules empoisonnées permettent, à tort ou à raison, d'autres types de défense qui peuvent agir comme barrières contre les actionnaires activistes. Peuvent y être intégrés les éléments suivants :

- L'octroi d'options d'achat d'actions qui sont acquises aux salariés ;
- intégrer les accords de *swaps* pour acheter d'autres sociétés ;
- Utiliser les golden shares ou parachutes dorés pour le management¹⁰⁷ ;

¹⁰⁴ Dan Slater, « *Responding to Activist Investors, Companies Give Poison Pill More Punch*, The Wall Street Journal Online, 25 June 2008.

¹⁰⁵ V. Pour exemple : *Moran v. Household Intern., Inc.* Delaware Supreme Court, 1985, 500 A.2d 1346.

¹⁰⁶ V. l'exemple de Coach, Inc. Pill : http://www.cfo.com/article.cfm/3001307/2/c_3046510?f=insidecfo

¹⁰⁷ L'utilisation des golden shares a été critiquée. Voir, par exemple, *Federconsumatori v Comune di Milano*, affaire C-463/04 et C-464/04, le 6 décembre 2007 et *Commission contre République fédérale d'Allemagne (Volkswagen)*, affaire C-112/2005, en date du 23 Octobre 2007. Cependant, ils ont leur utilité. Ils peuvent constituer une forme de chèque contre certaines pratiques dont certains sont contraires à l'éthique.

- Avoir des élections échelonnées pour les membres du conseil d'administration.
- Supporter des dettes importantes ou fournir des garanties coûteuses pour les clients en cas de prise de contrôle.

Si les sociétés sont en mesure de concevoir des méthodes pour parer à l'utilisation des instruments dérivés par les investisseurs à des fins autres que ce pourquoi les produits dérivés ont été créés à l'origine, on peut regretter le défaut d'évaluation de ces instruments avant leur mise en œuvre.

La possibilité pour la gestion des sociétés d'utiliser les outils mentionnés ci-dessus dépendra du cadre réglementaire. Aux États-Unis, les tactiques défensives des dirigeants des entreprises sont autorisées. En revanche à l'intérieur de l'Union Européenne, la situation est très différente et des pays tels que le Royaume-Uni interdisent le plus souvent de telles tactiques qu'ils ne les autorisent, le résultat étant qu'il y a plus de prises de contrôle hostiles et qui réussissent au Royaume-Uni qu'aux États-Unis.

Conclusion - La situation aux États-Unis reste donc ambivalente et il existe peu de sécurité juridique concernant ces questions.

Néanmoins, cette situation est indissociable de la méthode utilisée. La réglementation ne tente pas directement de définir le *decoupling*. Au cas par cas, le juge peut s'appuyer sur un faisceau d'indices pour appliquer la réglementation que la technique utilisée tentait de contourner.

Cette approche est donc différente des législations européennes. Elle repose sur un large pouvoir d'appréciation laissée au juge afin de déterminer dans chaque cas d'espèce si la technique juridique utilisée doit ou non être considérée comme ayant pour objet ou effet de contourner des dispositions impératives.

Section III – Droit international et européen

Il existe des recommandations internationales sur la question des prêts de titres (A). Le cadre juridique essentiel est celui de la réglementation européenne dont plusieurs directives sont concernées par l'*empty voting* et l'*hidden ownership* (B).

A) Recommandations internationales

Préconisations des organismes anglais en matière de prêts/emprunts de titres - Suite aux affaires Perry Mylan de décembre 2004 et Henderson Land, les organismes anglais (doctrine anglaise) se sont insurgés contre l'emprunt de titres aux seules fins de vote dans les assemblées générales.

Le *Shareholder Voting Working Group* a rendu un rapport en janvier 2004 mis à jour en mars 2005, rapport qui préconise le rapatriement des titres en cas d'assemblées contentieuses. Toutefois, on remarque une augmentation du recours aux emprunts de titres entre 2004 et 2005. De même, le *Shareholder Voting Working Group* pointe un autre type d'opération gênante à savoir le CFD.

Le *Securities Lending and Repo Committee* présidé par la Banque d'Angleterre a publié une révision du code de bonnes conduites « Stock Borrowing and Lending Code of Guidance ». Ce comité a explicitement pris position sur l'emprunt de titres en indiquant qu'il y est défavorable si l'emprunt est effectué dans le seul but de voter aux assemblées générales.

L'*International Securities Lending Association* a qualifié cette pratique d'inacceptable en juillet 2005.

De même, l'*International Corporate Governance Network* se prononce contre l'exercice du droit de vote de l'emprunteur dans la mesure où cela fausse les résultats de l'assemblée générale. Le fait d'emprunter dans le seul but de prendre le contrôle de l'émetteur ou d'influencer l'assemblée générale sans supporter le risque économique d'un titulaire est contraire aux bonnes conduites. Cette technique doit absolument être découragée.

Le *Hedge Fund Standard Board* a enjoint ses membres à respecter de bonnes pratiques et par conséquent à ne pas emprunter dans le seul but d'influencer une assemblée générale. Néanmoins, les membres du HFSB regrettent que ces mesures ne soient pas d'application générale ce qui leur crée un désavantage par rapport aux concurrents.

Le forum *Statement of the European Corporate Governance Forum on Empty voting and Transparency of Shareholder Positions*, préconise que la question de l'*empty voting* reçoive une attention spéciale pour sauvegarder l'intégrité des marchés.

Il recommande l'introduction d'une présomption en droit des sociétés selon laquelle les actionnaires qui participent à une assemblée générale supportent normalement

l'intérêt économique lié aux actions détenus. L'actionnaire n'ayant pas réalisé les déclarations nécessaires peut être considéré comme ayant fait une fausse déclaration.

B) Droit européen

Les grandes crises financières débouchent souvent sur des réformes importantes et celle de 2008 ne fait pas exception. Au niveau mondial, la révision des bases du système économique et financier est devenue une priorité. Cela se traduit par notamment une amélioration des systèmes de régulation des marchés. Ces améliorations ont été très tôt au cœur de la législation européenne en matière financière.

Plan d'action pour les services financiers - En l'état, le plan d'action pour les services financiers, lancé en 1999 a permis d'harmoniser l'ensemble de la réglementation financière européenne pour donner naissance à un marché financier européen intégré¹⁰⁸. Ce Plan d'action pour les services financiers (PASF) visait en effet à créer un marché unique dans le secteur des services financiers au sein de l'Union. Lancé en 1999, il comprenait 42 mesures destinées à harmoniser la réglementation en vigueur dans les différents États membres en matière de valeurs mobilières, de services bancaires, d'assurance, de crédit hypothécaire et de toute autre forme de transaction financière.

Entre 2000 et 2007, le PASF se traduit par l'adoption d'un volume considérable de règlements, directives et décisions qui traitent de tous les aspects des services d'investissement : statut des entreprises d'investissement, régime du prospectus financier et des informations, etc. L'harmonisation sur le terrain a été favorisée, dans le cadre du processus Lamfalussy, par l'adoption de mesures dites de « niveau 3 ». Parmi les textes ainsi élaborés, on en relèvera quatre, portant respectivement sur l'admission à la cote officielle des valeurs mobilières¹⁰⁹, sur le prospectus¹¹⁰, sur les marchés d'instruments financiers¹¹¹ dite MIF et sur l'obligation de transparence des émetteurs de titres admis à la négociation sur un marché réglementé¹¹², dite transparence.

Ces diverses directives sont venues conférer, de façon éparse, un droit de l'actionnaire

¹⁰⁸ Mise en oeuvre du cadre d'action pour les services financiers: Plan d'action, COM(1999)232, 11 mai 1999 ; D. Wright, Objectifs et résultats du plan d'action pour les services financiers, *in* Les progrès de l'Europe financière, Rev. économie financière févr. 2007, p. 2.

¹⁰⁹ Directive n° 2001/34 du Parlement européen et du Conseil, 28 mai 2001, JOCE, n° L 184, 6 juill.

¹¹⁰ Directive n° 2003/71 du Parlement européen et du Conseil, 4 nov. 2003, JOUE, n° L 345, 31 déc.

¹¹¹ Directive n° 2004/39 du Parlement européen et du Conseil, 21 avr. 2004, JOUE, n° L 145, 30 avr.

¹¹² Dir. 2004/109/CE, 15 déc. 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, JOUE, n° L 390, 31 déc. 2004, p.38.

de se voir mettre à disposition un certain nombre d'informations. Deux textes sont cependant d'une importance primordiale : d'une part, la directive 2004/109/CE du 15 décembre 2004 qui constitue un texte essentiel visant à renforcer la transparence en imposant des obligations d'information précises et régulières aux émetteurs de valeurs mobilières. D'autre part, la directive 2007/36/CE concernant l'exercice de certains droits des actionnaires de sociétés cotées, aborde le droit à l'information de l'actionnaire sous l'angle spécifique de la période de préparation des assemblées générales¹¹³. Les situations de *decoupling* sont directement concernées par ces textes.

1) La directive transparence

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 a été adoptée dans le cadre de la PASF. Son adoption part du constat de la nécessité de la réunion de trois conditions, à savoir l'efficacité, la transparence et l'intégration des marchés de valeurs mobilières, pour atteindre l'objectif de l'harmonisation des marchés de valeurs mobilières.

Obligations d'information - Cette directive impose à ce titre des obligations d'information précises¹¹⁴ : aux émetteurs de valeurs mobilières admises à la négociation sur un marché réglementé, aux détenteurs d'actions, aux personnes physiques ou morales, détenant des droits de vote ou des instruments financiers ayant une incidence sur les droits de vote.

Au titre de l'information périodique, la directive transparence, qui définit les exigences d'informations à divulguer par les émetteurs qui ont des valeurs mobilières négociées sur un marché réglementé, prévoit que la société doit mettre ses rapports financiers annuels et semestriels à la disposition de ses actionnaires.

La directive prévoit à cet effet deux types d'informations : L'information périodique portant sur la situation financière de l'émetteur et des entreprises qu'il contrôle (rapport financier annuel, rapport financier semestriel et déclarations intermédiaires de la direction), l'information continue concernant les événements modifiant la structure des participations importantes ayant une incidence sur la répartition des droits de vote.

Obligation d'information continue - L'obligation d'information continue concerne principalement les modifications de la structure des participations importantes se répercutant sur la répartition des droits de vote, qui peuvent résulter d'une acquisition ou d'une cession d'actions auxquelles des droits de vote sont attachés, ou d'une acquisition ou cession de pourcentages importants de droits de vote par une personne

¹¹³ Directive 2007/36/CE du Parlement européen et du Conseil du 11 juillet 2007 concernant l'exercice de certains droits des actionnaires de sociétés cotées, JOUE n° L 184, 14 juillet.

¹¹⁴ H.Grignon Dumoulin, Commentaire de la directive « transparence » du 15 décembre 2003 et de la directive d'exécution du 8 mars 2007 sur les obligations d'information des sociétés cotées, Rev. sociétés, 2007, p. 281.

physique ou morale qui a le droit d'acquérir, de céder ou d'exercer ces droits de vote. La procédure de notification et de publicité des participations importantes porte sur la nouvelle répartition des droits de vote, l'identification du détenteur d'actions, la date du changement et le seuil des votes atteint.

Finalité des obligations d'information Ces obligations d'information permettent à la société cotée de pouvoir identifier son actionnariat. Les instruments permettant d'identifier l'actionnariat des sociétés, lorsque les titres sont au porteur, sont nombreux : on peut citer les déclarations de franchissement de seuils ou encore la procédure dite de « titres aux porteurs identifiables » (TPI). La procédure de TPI, si elle demeure un instrument utile pour les sociétés, est cependant coûteuse et lente. Il y a donc un risque d'obsolescence des données qui sont finalement transmises aux sociétés. Ce sont donc surtout les déclarations de franchissement de seuil qui sont utilisées comme instrument de détection des prises de contrôle. Ce n'est pas une technique qui donne une image figée de l'actionnariat de la société, mais elle permet surtout d'en suivre les évolutions en fonction des seuils franchis¹¹⁵.

Dans ce cadre, les articles 9 et 10 de la directive Transparence constituent des dispositions essentielles. En application de l'article 9, le détenteur d'actions qui acquiert ou cède des actions d'une société cotée auxquelles sont attachés des droits de vote est dans l'obligation de notifier à la société le pourcentage des droits de vote détenus par ledit détenteur d'actions suite à l'acquisition ou la cession, dans la mesure où ce pourcentage atteint ou passe en deçà de certains seuils. Cette obligation incombe également aux détenteurs de titres en cas de franchissement de seuil passif, c'est-à-dire lorsqu'un seuil est franchi « à la suite d'événements modifiant la répartition des droits de vote » (article 9§2). Apprécié à partir de seuils, le pourcentage des droits de vote est calculé sur la base de l'ensemble des actions, effectivement détenues, auxquelles sont attachés des droits de vote.

Exemptions - Certaines exemptions à cette obligation de déclaration de franchissement de seuils sont prévues par la directive¹¹⁶. L'article 10 a pour objectif de prendre en compte l'ensemble des situations dans lesquelles une personne qui ne détient pas des droits de vote est en mesure de les acquérir, les céder, ou les exercer. Cette disposition vise à éviter le non-respect des prescriptions de l'article 9 lorsqu'un tiers serait en mesure d'exercer une influence sur les droits de vote, mais aussi à assurer une transparence quant aux personnes qui peuvent exercer une influence réelle en matière de droit de vote lors des assemblées générales (par exemple, en cas d'action de concert, ou de mandats ou pouvoirs remis au président du conseil d'administration sans instruction précise des détenteurs pour voter à leur place en assemblée...).

L'article 13 prévoit la même obligation en cas de détention directe ou indirecte par une personne physique d'instruments financiers lui donnant le droit d'acquérir, de sa propre initiative uniquement, en vertu d'un accord formel, des actions d'un émetteur déjà

¹¹⁵ C.Uzan, Des projets de réforme en matière de franchissement de seuils, de déclarations d'intention et d'offre obligatoire, Bull. Joly Bourse, 01 décembre 2008 ,n° 6, p.530.

¹¹⁶ Art. 9 § 4, 9 § 5 et 9 § 6.

émises et auxquelles sont attachés des droits de vote. La directive Transparence ne couvre cependant pas les instruments dérivés à dénouement monétaire. En effet, son article 13¹¹⁷, qui est relatif à la déclaration des instruments dérivés, ne concerne que les instruments qui donnent à leur détenteur le droit inconditionnel ou discrétionnaire d'acquérir, en vertu d'un accord formel, des actions sous-jacentes déjà émises auxquelles sont attachés des droits de vote. Il s'agit, aux termes de l'article 11 de la directive du 8 mars 2007¹¹⁸, des instruments financiers et des contrats d'option, contrats à terme, contrats d'échange, accords de taux futurs et tous autres contrats dérivés relatifs à des valeurs mobilières répondant aux conditions de l'article 13 de la directive Transparence.

Decoupling - Concernant les situations de *decoupling*, la directive prend en compte les droits de vote dont la personne physique ou morale concernée fait l'acquisition ou cède par le biais d'un tiers. La directive prévoit en effet que les exigences en matière de notification s'appliquent également lorsque la personne physique ou morale acquiert, cède ou exerce le droit de vote dans l'un des cas suivants :

a) les droits de vote sont détenus par un tiers avec qui cette personne a conclu un accord qui les oblige à adopter, par un exercice concerté des droits de vote qu'ils détiennent, une politique commune durable en ce qui concerne la gestion de la société en question;

b) les droits de vote sont détenus par un tiers en vertu d'un accord conclu avec cette personne et prévoyant le transfert temporaire et à titre onéreux des droits de vote en question;

c) les droits de vote sont attachés à des actions qui sont déposées en garantie auprès de cette personne, pour autant que celle-ci contrôle les droits de vote et déclare qu'elle a l'intention de les exercer;

g) les droits de vote sont détenus par un tiers en son nom propre pour le compte de cette personne;

h) cette personne peut exercer les droits de vote en tant que mandataire et comme elle l'entend en l'absence d'instructions spécifiques des détenteurs d'actions.

Cette disposition est particulièrement intéressante en ce qui concerne la question du *decoupling* puisque la tentation peut être celle de rester caché et de ne pas dévoiler sa participation aux fins de faire adopter des décisions à son avantage ou au détriment de

¹¹⁷ Art. 13, § 1 : « les obligations en matière de notification prévues à l'article 9 s'appliquent également à une personne physique ou morale qui détient, directement ou indirectement, des instruments financiers qui lui donnent le droit d'acquérir, de sa propre initiative uniquement, en vertu d'un accord formel, des actions, auxquelles sont attachés des droits de vote et déjà émises, d'un émetteur dont les actions sont admises à la négociation sur un marché réglementé ».

¹¹⁸ Dir. 2007/14/CE, 8 mars 2007 portant modalités d'exécution de certaines dispositions de la directive 2004/109/CE : JOUE n° L 69, 9 mars 2007, p. 27.

la société. Cependant, à la différence de la directive OPA, la directive Transparence ne prévoit pas de prendre en compte les accords tacites ou oraux. La directive prévoit aussi d'encadrer les instruments dérivés permettant d'acquérir de sa propre initiative uniquement des actions de la personne morale concernée. Bien que la directive ait eu une vision assez large et assez actuelle des instruments existants sur le marché et permettant d'essayer de contourner les règles de notification, il semble que certaines situations échappent à son contrôle.

Champ d'application - Ainsi, il est nécessaire de souligner que contrairement à la directive OPA, celle-ci ne prend en compte que les accords formels. Ainsi, ne sont pas concernés par la directive les accords tacites ou informels.

Par ailleurs, la directive ne vise expressément que les instruments financiers donnant à leur détenteur le droit d'acquérir, « de sa propre initiative uniquement, en vertu d'un accord formel, des actions, déjà émises, » de l'émetteur.

A ce propos, le considérant 13 de la directive affirme : « *les instruments financiers devraient être pris en compte dans la mesure où ils donnent à leur détenteur le droit inconditionnel d'obtenir les actions sous-jacentes ou la possibilité d'obtenir les actions sous-jacentes ou des liquidités à l'échéance* ».

En conséquence, il semble que doivent être considérés comme en dehors de son champ d'application les instruments déclenchant un droit d'acquérir des actions ne dépendant pas uniquement de la volonté de celui qui les détient . Tel pourrait être notamment le cas pour les instruments déclenchant un droit d'acquérir lorsque le cours de l'action franchit un seuil. Tel pourrait aussi être le cas pour les instruments déclenchant un droit d'acquérir des actions en fonction de la volonté de l'émetteur ou d'un tiers.

Il est cependant évident que l'actionnaire ayant une intention frauduleuse ne passera pas l'accord ayant pour objet de contourner la législation de façon formelle.

Par conséquent, le fait qu'elle n'appréhende ni les actions de concert ni les accords tacites ou oraux réduit considérablement l'efficacité en pratique de la directive transparence.

La directive a donc initialement sous-estimé l'impact que ces instruments à exposition économique peuvent avoir sur le capital d'un émetteur.

Délais - Les obligations d'information prévues par les articles 9 et 10 doivent être satisfaites dans un délai de quatre jours à compter du jour de cotation suivant la date à laquelle le détenteur d'actions, ou la personne physique ou morale visée à l'article 10, a connaissance de l'acquisition ou de la cession, ou de la possibilité d'exercer les droits de vote, quelle que soit la date à laquelle l'acquisition, la cession ou la possibilité d'exercer les droits de vote prend effet. Cette notification est adressée à l'émetteur des actions en question. Ce dernier a alors l'obligation de publier les informations contenues dans la notification dans un délai de trois jours de bourse à compter de leur réception (art. 12).

Appréciation - S'il convient de saluer les améliorations apportées à la réglementation de l'information diffusée par les émetteurs et en leur faveur, la sophistication des techniques financières, ainsi que la mondialisation de l'actionnariat des sociétés cotées ont conduit également à s'interroger sur l'utilité d'appréhender l'ensemble des intérêts économiques détenus dans une société, qu'il s'agisse d'en assurer la transparence à l'égard de la société, du marché et des autres actionnaires, ou encore d'en tirer les conséquences lorsqu'ils matérialisent un changement de contrôle de la société.

Le dispositif n'empêche pas en effet les dévoiements constatés et est aisément contournable dès lors que le prêteur et l'emprunteur restent en dessous des seuils générateurs d'obligations déclaratives. De plus, l'information publiée ne distingue pas les actions détenues en propre des actions objets du prêt, ce qui peut être d'une lecture délicate pour l'émetteur et le marché. Enfin, le maintien d'une détention inférieure au seuil de déclenchement de l'obligation de déclarer ses intentions suffit pour que le déclarant n'ait pas à déclarer ses intentions.

De plus, la directive Transparence n'impose pas l'assimilation aux droits de vote attachés aux actions détenues par un investisseur, les droits de vote attachés aux actions sous-jacentes des instruments dérivés à dénouement physique. Certains États membres ont imposé cette assimilation au sujet de ces instruments, mais la détention de ces instruments n'est pas comptabilisée pour calculer un éventuel franchissement de seuil. Certains États membres ont laissé se développer des déclarations parallèles peu efficaces¹¹⁹.

Réforme de la directive transparence - C'est à cette situation que se propose de remédier le projet de réforme de la Directive Transparence présenté par la Commission¹²⁰.

Deux solutions sont envisageables pour régler cette difficulté. La première solution consiste à assimiler purement et simplement la détention d'instruments financiers à dénouement monétaire à la détention d'actions dite détention en dur. Cette assimilation existe déjà depuis 2008 dans la réglementation britannique. La principale difficulté de cette position est que la transparence associée aux franchissements de seuils est utilisée pour la connaissance de la répartition du capital et à l'anticipation d'un éventuel changement de contrôle par franchissement du seuil de 30 %, générant le dépôt d'une OPA obligatoire¹²¹. Il est difficile de demander au détenteur

¹¹⁹ S.Torck, À propos du périmètre d'assimilation des instruments dérivés à dénouement physique et de la proposition d'amendement de la commission des affaires juridiques du Parlement européen, Dr.soc., n° 12, 12 décembre 2012, comm.213.

¹²⁰ PE et Cons. UE, prop. dir., 25 oct. 2011, COM (2011) 683 final

¹²¹ A.-C. Muller, Directive transparence : révision, RD.banc. Fin, n° 4, juillet 2012, comm.138.

d'instruments financiers à dénouement monétaire de déposer une OPA¹²².

La seconde position prévoit, quant à elle, une déclaration autonome de la détention d'instruments financiers conférant une exposition économique, dotée d'un seuil spécifique¹²³. La France était dans un premier temps favorable à une déclaration autonome, c'est-à-dire sans que l'obligation de déclaration des instruments financiers à dénouement monétaire ne soit attachée à la détention en dur d'actions. Ce type d'instrument fait déjà l'objet en droit français d'une déclaration séparée, ce qui suppose qu'ait été franchi un seuil en dur ou par assimilation. L'article L. 233-7, I, a) du Code de commerce prévoit en effet que « *la personne tenue à l'information prévue au premier alinéa précise en outre dans sa déclaration : a) Le nombre de titres qu'elle possède donnant accès à terme aux actions à émettre et les droits de vote qui y seront attachés* ».

Article 13 - Les autorités européennes ont cependant préféré l'assimilation pure et simple. L'article 13 de la directive est ainsi modifié. Il s'agit donc d'assimiler aux droits de vote attachés aux actions détenues ceux qui sont attachés à des actions non encore émises, quoique l'instrument financier concerné confère un droit discrétionnaire ou inconditionnel d'acquérir les actions sous-jacentes, le jour où cette possibilité lui sera offerte par le contrat d'émission.

L'AEMF est chargé à ce titre d'établir une liste d'instruments financiers soumis à notification, ce qui doit permettre d'intégrer de nouveaux instruments susceptibles d'apparaître.

Cette assimilation doit ainsi permettre de refléter directement et fidèlement l'emprise réelle d'un émetteur. Toute modification de la proportion de titres de capital ou donnant accès au capital devrait donner lieu à une nouvelle notification en plus de la première notification.

Recommandations pour lutter contre l'*empty voting* - Afin de lutter contre la pratique de l'*empty voting*, les autorités françaises ont émis un certain nombre de recommandations à la Commission européenne en réponse à la consultation¹²⁴. Elles ont proposé à ce titre de prévoir un dispositif permettant, avant chaque assemblée générale, d'éviter une prise de décision par des détenteurs épisodiques de droits de vote qui n'assument pas de prise de risque réelle dans la société. Ainsi, toute personne qui détiendrait, au capital d'une société cotée sur un marché réglementé de l'Union européenne ou l'EEE, seule ou de concert, en raison d'un ou plusieurs accords de cession temporaire de titres, un nombre de droits de vote représentant plus de 1%

¹²² Idem.

¹²³ Proposition commune ANSA/AMAFI/BBF, 28 janv. 2011, avec un seuil de 3 % : Bull. ANSA 2011-II, n° 11-022.

¹²⁴ Réponse des autorités françaises à la consultation de la Commission européenne à la consultation de la Commission européenne sur la révision de la directive transparence n° 2004/109/CE.

des droits de vote doit informer la société et le régulateur du nombre de titres qu'elle détient temporairement, de l'identité du cédant, de la date, de l'échéance du contrat et, le cas échéant, de la convention de vote dont les titres font l'objet, au plus tard 3 jours ouvrés avant l'assemblée générale, lorsque les accords concernés sont encore en vigueur le jour de l'assemblée générale.

Propositions françaises - Les autorités françaises proposent de sanctionner le non-respect de cette obligation par la nullité des droits de vote non déclarés pour l'assemblée générale concernée et à toute assemblée d'actionnaires qui se tiendrait jusqu'à la revente ou restitution des titres concernés, sur demande du régulateur ou d'actionnaires représentant au moins 1% du capital ou des droits de vote. Par ailleurs, le juge compétent peut, sur demande du régulateur ou d'actionnaires représentant 1% au moins du capital ou des droits de vote, prononcer la suspension totale ou partielle, pour au plus 5 ans, des droits de vote de la personne qui n'a pas déclarée les droits de vote. En somme, les autorités françaises souhaitent étendre les solutions adoptées au niveau français par la loi de régulation bancaire et financière de 2010.

De plus, les autorités françaises proposaient d'introduire au niveau européen une déclaration d'intention obligeant l'actionnaire venant à détenir plus de 10%, 15%, 20%, 25% du capital ou des droits de vote de l'émetteur d'indiquer ses objectifs (acquisition, contrôle, etc.).

Encadrement indirect - Les propositions françaises n'ont pas été privilégiées. Les instances européennes ont préféré en effet un encadrement indirect à travers les règles concernant le franchissement de seuils. Elles ont choisi d'étendre les régimes d'information à tous les instruments d'effet économique comparable à la détention d'actions et de droits d'acquérir des actions. Cette option englobe les produits dérivés à dénouement monétaire, ainsi que tous les éventuels instruments financiers analogues, et comble une lacune du régime d'information existant. Elle a d'importants effets positifs sur la protection des investisseurs et la confiance des marchés, dans la mesure où elle décourage l'accumulation secrète de participations dans des sociétés cotées. Ces instruments offrent en effet la possibilité ou le droit d'acquérir les actions sous-jacentes avec l'intention d'en faire un instrument de prise de participation ou de contrôle qui, faute d'assimilation, demeurerait occulte.

Selon le considérant 8 « L'innovation financière a entraîné la création de nouveaux types d'instruments financiers créant, chez les investisseurs, une exposition économique à des sociétés, dont la directive 2004/109/CE n'a pas prévu la divulgation de la détention. Ces instruments peuvent être utilisés pour acquérir secrètement des participations dans des sociétés, ce qui peut entraîner des abus de marché et donner une image faussée de la propriété économique de sociétés cotées en bourse. Pour que les émetteurs et les investisseurs aient une connaissance complète de la structure de la propriété d'une société, la définition des instruments financiers dans la directive devrait englober tous les instruments d'effet économique comparable à la détention d'actions et de droits d'acquérir des actions »

L'article 13 est modifié et le paragraphe 1 est remplacé par le texte suivant:

«1. Les obligations en matière de notification prévues à l'article 9 s'appliquent également à une personne physique ou morale qui détient, directement ou indirectement:

a) des instruments financiers qui, à l'échéance, lui donnent, en vertu d'un accord formel, soit le droit inconditionnel d'acquérir; soit la faculté d'acquérir des actions auxquelles sont attachés des droits de vote et déjà émises, d'un émetteur dont les actions sont admises à la négociation sur un marché réglementé;

b) des instruments financiers aux effets économiques semblables à ceux visés au point a), qu'ils donnent droit à un règlement physique ou non.

La notification exigée inclut la répartition par types d'instruments financiers détenus conformément au point a) du premier alinéa et d'instruments financiers détenus conformément au point b) dudit alinéa.»

Il est par ailleurs ajouté à cet article 13 un paragraphe 1ter selon lequel :

« Aux fins du paragraphe 1, les valeurs mobilières et les contrats d'option, contrats à terme (futures), contrats d'échange, accords de taux futurs, contrats financiers pour différences (CFD) et tous autres contrats dérivés susceptibles d'être réglés par une livraison physique ou en trésorerie sont considérés comme étant des instruments financiers, pour autant qu'ils satisfassent aux conditions énoncées aux points a) et b) du paragraphe 1.

L'AEMF établit et actualise périodiquement une liste indicative d'instruments financiers qui sont soumis aux obligations de notification conformément au paragraphe 1, en tenant compte des évolutions techniques sur les marchés financiers.»

Renforcement des pouvoirs de sanction - Les instances européennes souhaitent un renforcement des pouvoirs de sanction des autorités compétentes. En effet, les autorités compétentes des États membres devraient être habilitées à suspendre l'exercice de droits de vote de l'émetteur qui a enfreint les règles relatives à la notification de participations importantes, étant donné qu'il s'agit de la sanction la plus efficace pour prévenir une violation de ces règles. Pour assurer une application cohérente des sanctions, il convient de fixer des critères uniformes pour déterminer les sanctions réellement applicables à une personne ou à une société.

La directive n° 2004/109/CE, qui ne traite pas du sort des actionnaires non-résidents et plus généralement de fixer une norme minimale concernant « un exercice souple et effectif des droits des actionnaires attachés aux actions avec droit de vote », est complétée par la directive 2007/36/CE concernant l'exercice de certains droits des actionnaires de sociétés cotées. Cette directive permet de compléter et de favoriser l'émergence d'un droit boursier européen.

2) La directive concernant l'exercice de certains droit des actionnaires des sociétés cotées

La directive n° 2007/36/CE concernant l'exercice de certains droits des actionnaires des sociétés cotées¹²⁵ vise à encourager la participation des actionnaires aux assemblées en améliorant leur information et en facilitant leur vote. Elle contient certaines dispositions ayant pour objectif de mettre les actionnaires en position de « voter de manière informée lors de l'assemblée générale ».

La directive contient un certain nombre de règles visant à protéger les intérêts des actionnaires minoritaires des sociétés cotées, même si elle est applicable aux actionnaires en général, et comprend les dispositions régissant :

- la convocation de l'assemblée générale des actionnaires et le contenu de la notification pertinente,
- le droit d'inscrire des points sur l'ordre du jour de l'assemblée générale;
- le droit de voter par des moyens électroniques, et le droit de poser des questions préalables.

Promotion de la démocratie salariale - Elle tend donc à favoriser une démocratie actionnariale au sein des sociétés cotées. Les questions liées aux modalités de vote des actionnaires n'ont pas été abordées par la directive Transparence, qui ne traite pas davantage des difficultés rencontrées par les actionnaires non-résidents concernant l'accès à l'information avant les assemblées générales. Or, cette précision est importante si l'on rappelle que le tiers du capital social des sociétés cotées dans l'UE est détenu par des non-résidents dans l'État membre dans lequel la société a son siège social. L'idée part du constat que les non-résidents détiennent près de 40 % de la capitalisation boursière de la place de Paris. La Commission a relevé qu'environ un tiers du capital social des sociétés cotées au sein de l'Union européenne est détenu par des non-résidents¹²⁶. Le but de la directive consiste ainsi à lever les principaux obstacles au vote des actionnaires non-résidents, éviter un accès tardif à l'information et supprimer les conditions complexes auxquelles est soumis le vote à distance.

Suppression du blocage des actions - Le principal apport de cette directive en matière d'organisation du vote concerne la suppression du blocage des actions qui sera remplacée par une date d'inscription¹²⁷. L'article 7 de la directive a posé le

¹²⁵ Directive n° 2007/36/CE concernant l'exercice de certains droits des actionnaires des sociétés cotées, JOUE, n° L 184, 14 juill. 2007 ; A. Dethomas et N. Rontchevsky, Un premier pas vers l'exercice effectif des droits des actionnaires de sociétés cotées dans l'exercice de l'Union européenne, RLDA, sept. 2007, p.10.

¹²⁶ Ansa, L'amélioration des conditions de vote des actionnaires non-résidents des sociétés cotées françaises, 2003.

¹²⁷ Fr. Barriere, La dissociation du droit de vote et de la qualité d'actionnaire, confirmation d'une révolution juridique par la voie réglementaire : les record dates, Bull. Joly Sociétés, 2007, p. 279.

principe d'une telle date en fixant simplement le délai maximum, pas plus de trente jours, durant lequel elle doit être déterminée. Les États destinataires auront la charge de préciser ce délai, chacun devant fixer un délai unique, déterminé par rapport à un nombre donné de jours précédant la date de la tenue de l'assemblée, ou sa convocation. De manière concrète, les actionnaires admis à l'assemblée générale en qualité d'actionnaire sont tous ceux qui ont été enregistrés comme tels à une date antérieure à sa tenue. Le droit français est d'ailleurs conforme à ces dispositions puisque le décret du 11 décembre 2006 a exclu l'immobilisation des titres et retenu le principe d'une date d'enregistrement des titres avant l'assemblée pour justifier de la qualité d'actionnaire¹²⁸.

En effet, le blocage d'actions imposait à un actionnaire souhaitant voter à une assemblée générale d'une société cotée d'immobiliser ses actions cinq jours avant, en le remplaçant, dès lors que les statuts le prévoyaient, par une indisponibilité des titres, laquelle pouvait être révoquée jusqu'à 15 heures la veille de l'assemblée générale. Il permettait aussi de céder ses actions même après 15 heures. Le vote exprimé par une personne, ayant perdu sa qualité d'actionnaire entre le jour de son vote par correspondance et le jour de l'assemblée, pouvait alors être pris en compte lors d'une assemblée générale : le droit de vote pouvait être, déjà, exprimé par un non-actionnaire au jour de l'assemblée.

La Commission a en effet souhaité l'abolition de toutes les formes de blocage d'actions préalablement à l'assemblée qui constituent des freins à l'exercice des droits de vote puisque les investisseurs arbitrent entre ce blocage et la volatilité du marché privilégiant la seconde sur la première. Il est en effet permis d'exiger de la personne qui souhaite participer à l'assemblée qu'elle prouve sa qualité d'actionnaire à un moment précis, cela ne peut toutefois être qu'à une date proche de la tenue l'assemblée sans que la date d'enregistrement ou d'inscription puisse être fixée au-delà d'un délai de 30 jours calendaires avant celle-ci.

Délais - Le décret du 11 décembre 2006 confirme cet aspect, tout en instaurant clairement un système dérivé des record dates américaines. Ont qualité pour exercer le droit de vote à une assemblée d'une société cotée, ceux qui sont inscrits en compte « au troisième jour ouvré précédant l'assemblée à zéro heure » (article R225-85 Code de commerce). Il est ainsi procédé à une « photographie » de l'actionnariat au troisième jour ouvré précédant l'assemblée à zéro heure, heure de Paris, par la délivrance automatique et la transmission par le teneur de compte à la société ou au centralisateur de l'assemblée d'une attestation de participation, sans intervention de l'actionnaire. Ce délai s'impose à toutes les sociétés dont les titres sont admis aux négociations sur un marché réglementé ou aux opérations d'un dépositaire central.

Enregistrement - Le droit de participer à l'assemblée est subordonné à l'enregistrement comptable des titres au nom de l'actionnaire ou de l'intermédiaire inscrit pour son compte si l'actionnaire réside à l'étranger, trois jours avant la tenue de cette assemblée, soit dans les comptes tenus par la société, lorsque les actions sont

¹²⁸ D. n° 2006-1566 du 11 décembre 2006, art. 35 modifiant D. n° 66-236 du 23 mars 1967, art. 136 (devenu C. com., art. R. 225-85).

détenues au nominatif pur ou par l'intermédiaire d'un professionnel (nominatif administré), soit dans les comptes tenus par l'intermédiaire habilité pour les actions au porteur. Ce mécanisme, lié aux règles de transfert de propriété des actions, assure à la société que toutes les personnes participant à l'assemblée ont bien la qualité d'actionnaire, tout en permettant des cessions de titres.

Ce délai de trois jours a été prévu en référence à celui prévu en matière de dénouement du règlement-livraison d'instruments financiers par l'article 570-234 du règlement général de l'AMF, qui fixe du transfert de propriété des titres en cas de négociation¹²⁹.

Réduction du délai - La nécessité d'agir sur les délais de règlement-livraison pour réduire les ventes à découvert a conduit le législateur à réduire encore ce délai, le faisant passer de trois à deux jours de négociation après la date d'exécution des ordres dès que sera entré en vigueur un dispositif d'harmonisation équivalent au niveau européen.

Le II de l'article L. 211-17-1 du Code monétaire et financier, issu de la loi de régulation bancaire et financière du 22 octobre 2010, dispose en effet que ce délai doit passer de trois à deux jours. Cette disposition prendra effet « à la date d'entrée en vigueur d'un dispositif d'harmonisation équivalent au niveau européen ». Sous réserve de l'entrée en vigueur d'un dispositif d'harmonisation équivalent au niveau européen, le délai de livraison et d'inscription en compte devra intervenir dans un délai inférieur à deux jours de négociation après la date d'exécution des ordres alors que le dispositif voté en première lecture de la loi RBF à l'Assemblée Nationale avait l'ambition de réduire ce délai à un jour.

La réduction des délais de règlement-livraison fait partie d'un assortiment de différentes propositions portées notamment par une volonté de contrôler les ventes à nu. Ces dernières avaient amplifié les difficultés de certains Etats lorsqu'elles concernaient des CDS sur leur dette obligataire¹³⁰. Une proposition allant dans ce sens a d'ailleurs été adoptée par le règlement européen sur la vente à découvert et certains aspects des contrats d'échange sur risque de crédit (art.9)¹³¹.

Avis des personnes interrogées - De manière générale, les interlocuteurs interrogés indiquent que si le raccourcissement des délais permet en théorie une diminution des risques liés à l'incertitude sur le dénouement des négociations, il laisse cependant moins de temps pour traiter les opérations et augmente ainsi les risques d'erreur. Cette nouvelle mesure pourrait avoir un effet inverse à celui souhaité, les vendeurs à

¹²⁹ Rapport final sur les assemblées générales d'actionnaires de sociétés cotées, AMF, Groupe de travail présidé par O. Poupard Lafarge, 2012, p.29.

¹³⁰ CDS : Credit Default Swap.

¹³¹ Règlement n° 236/2012 du Parlement européen et du Conseil du 14 mars 2012 sur la vente à découvert et certains aspects des contrats d'échange sur risque de crédit Texte présentant de l'intérêt pour l'EEE, JOUE, n° L 86, 24 mars 2012.

découvert devant se procurer, par emprunt, les titres dans un intervalle de temps plus restreint, le risque de vente à nu et donc de défaillance augmente par voie de conséquence. Outre l'augmentation des éventuelles erreurs, le temps disponible pour traiter ces opérations sera très court, ce qui pose un risque de défaillance en chaîne. Malgré les différents inconvénients liés à cette réduction du délai, la mise en œuvre effective de la réforme peut être une méthode de lutte contre les emprunts de titres destinés uniquement au vote lors d'une assemblée générale. Il s'agit d'une méthode pouvant contrarier les objectifs des *empty voters*.

Vote par procuration - Outre cette mesure, la directive concernant l'exercice de certains droits des actionnaires des sociétés cotées a apporté quelques éclaircissements concernant le vote par procuration. Cette possibilité est prévue à l'article 10 de la directive, ce vote est envisagé largement et s'inscrit dans la suppression des obstacles rencontrés par les actionnaires éloignés de la société. La directive reconnaît le droit de désigner toute personne comme mandataire pour assister et voter aux assemblées générales en leur nom. L'article 10 de la directive pose en effet le principe selon lequel chaque actionnaire a le droit de désigner comme mandataire toute personne physique ou morale de son choix pour participer à l'assemblée générale et y voter en son nom. L'article 10 § 1 alinéa 2, précise de plus que les États membres « abrogent toute disposition légale qui limite ou autorise les sociétés à limiter la possibilité pour des personnes d'être désignées comme mandataires ». La directive retient une conception large de la procuration. Le titulaire de la procuration est capable de couvrir tous les droits de l'actionnaire lors de l'assemblée générale, donc pas seulement le droit de vote.

La directive ouvre ainsi la voie aux mandataires professionnels. L'article 10, paragraphe 2, de la directive autorise cependant les États membres à limiter le nombre de personnes qu'un actionnaire peut désigner comme mandataire pour une assemblée générale donnée, mais les limitations envisagées sont encadrées de façon restrictive en ce sens que « si un actionnaire détient des actions d'une société sur plus d'un compte-titres, cette limitation n'empêche pas l'actionnaire de désigner un mandataire distinct pour les actions détenues sur chaque compte-titres pour une assemblée générale donnée ».

Enfin et surtout, le processus de vote par procuration ne peut être limité par les États membres « que pour régler des conflits d'intérêts potentiels entre le mandataire et l'actionnaire, dans l'intérêt duquel le mandataire doit agir ». La notion de conflit d'intérêt est définie par l'article 10, paragraphe 3, points, i), ii), iii), iv). Les conflits d'intérêts se rencontrent chaque fois que le mandataire a un intérêt dans la résolution qui donne lieu au vote auquel il participe *ès qualités*. Plusieurs hypothèses, mises en avant par la directive, peuvent donner naissance à un conflit d'intérêts. Il suffit, en effet, que le mandataire soit impliqué dans la société émettrice ou qu'il ait des liens avec un tiers intéressé à la société, pour être tenté d'utiliser les voix dont il est dépositaire dans un intérêt distinct de celui du mandant.

Dans le premier cas, le conflit d'intérêts est direct et le mandataire peut être conduit à préférer son intérêt personnel à l'intérêt du mandant. Dans le second cas, le conflit d'intérêts est indirect. Ce sont les liens qui unissent le mandataire à un tiers intéressé aux résolutions qui peuvent le conduire à privilégier les intérêts de ce tiers au

détriment de ceux du mandant. Pour éviter qu'une telle situation ne porte préjudice au mandant, la directive met à la charge du mandataire une obligation de transparence. Le mandataire en situation de conflit d'intérêts informe donc le mandant, qui doit confirmer expressément le maintien du mandat. À défaut de confirmation, le mandat est considéré comme caduc.

Proxy advisors - La liberté laissée à l'actionnaire de désigner le mandataire de son choix aux fins d'exercice de ses droits de vote permet aux *proxy advisors* d'étendre leur domaine d'activité à la collecte de mandats. Les recommandations émises par ces agences ont une influence importante notamment sur les résultats des assemblées générales de sociétés cotées françaises ayant un capital dispersé.

Prenant en compte les difficultés de gestion des conflits d'intérêts, l'ESMA a publié un rapport final sur les agences de conseil en vote¹³². Elle tente d'encadrer leur fonctionnement par la proposition d'un code européen de conduite et de renforcer la transparence par un certain nombre de mesures à prendre en compte par ces agences de conseil. L'ESMA a cependant constaté qu'aucune preuve du dysfonctionnement des marchés liés aux relations entre les *proxys* d'une part, et les émetteurs et investisseurs d'autre part, n'était apportée. De ce constat, elle conclut que «la mise en place de mesures contraignantes ne serait pas justifiée», même si des efforts restent à faire, notamment en matière de transparence et de diffusion de l'information.

Ce rapport fait suite à une consultation menée en mars 2012¹³³, l'Esma évoquait quatre possibilités : le statu quo, le développement de standards communs par l'industrie et les Etats membres, la mise en place d'un code par l'Esma assorti de la règle «comply or explain» ou une régulation contraignante.

Recommandations de l'ESMA - Le régulateur européen choisit une voie intermédiaire puisqu'il propose aux agences de conseil de développer leur propre code de conduite tout en leur proposant des lignes directrices. Ces lignes directrices concernent l'identification, la divulgation et la gestion des conflits d'intérêts, notamment si l'agence de conseil fournit des services à l'investisseur ou à l'émetteur, ou si elle est détenue par une société cotée ou par un institutionnel qu'elle peut conseiller.

Le régulateur européen recommande aussi de favoriser la transparence dans l'élaboration du processus pour assurer l'exactitude et la fiabilité du conseil. En particulier en dévoilant la politique de vote et sa méthodologie, en tenant compte des spécificités du marché local, notamment réglementaires, et en informant les investisseurs sur leur dialogue avec les émetteurs. Malgré tout, les agences de conseil en vote devront mettre en place un code de bonne conduite. Dans deux ans, l'Esma

¹³² ESMA, Feedback statement on the consultation regarding the role of the proxy advisory industry : ESMA/2013/84, 19 févr. 2013 ; K. Sergakis, ESMA et agences de conseil en vote : un rapprochement délicat à la recherche d'une transparence volontaire, Bull. Joly Bourse, avril 2013, n° 4, p. 198.

¹³³ Discussion Paper - An Overview of the Proxy Advisory Industry. Considerations on Possible Policy Options, 22 March 2012 | ESMA/2012/212.

examinera ce code et ses effets pratiques. Si ce dernier ne se révèle pas assez exigeant, elle prendra alors les mesures qui s'imposent et mènera une action plus énergique.

3) La directive OPA

Le droit européen a souhaité à la fois offrir aux entreprises européennes une sécurité juridique face aux offres publiques d'acquisition et une protection aux actionnaires, notamment les actionnaires minoritaires, aux salariés et à toute personne intéressée.

Objectifs - La directive 2004/25/CE concernant les offres publiques d'acquisition prévoit ainsi l'obligation de proposer un rachat au juste prix de la participation des actionnaires minoritaires en cas d'acquisition par une personne physique ou morale de la société lorsque cette acquisition lui permet de détenir, directement ou par le biais de personnes agissant de concert, des titres lui conférant un pourcentage déterminé de droits de vote et lui conférant le contrôle de la société.

Dans ce cas, les états membres doivent veiller à ce que cette personne soit dans l'obligation de faire une offre à tous les détenteurs de titres de ladite société portant sur la totalité de leur participation à un prix équitable.

Il appartient à l'Etat membre dans lequel le siège social de la société faisant l'objet de l'acquisition est situé, de fixer le droit de vote conférant le contrôle et son mode de calcul.

Si la directive OPA prévoit de prendre en compte dans le calcul des seuils les « actions de concert », c'est dire les actions menées par des personnes distinctes de la personne concernée par l'obligation mais agissant sur la base d'un accord avec celle-ci, ce qui lui confère une certaine efficacité (1.a) tel n'est pas le cas de la directive transparence dont le champ d'application est plus restreint (1.b). Par ailleurs, la directive concernant le droit des actionnaires ne prévoit absolument pas de sanctions (1.c).

Certains comportements dans les Etats membres n'ont pas été appréhendés par le système juridique en vigueur et mettent en exergue les dysfonctionnements de celui-ci.

La notion d'action de concert - En application du droit européen¹³⁴, l'acquisition par un actionnaire d'une participation dans une société lui conférant son contrôle l'oblige à déposer d'une offre publique d'achat.

Cette obligation peut pousser l'actionnaire à cacher son intervention en passant un accord avec un tiers. Dans ce cas, ni le tiers ni l'actionnaire concerné ne détient de participation permettant de dépasser le seuil déclenchant l'obligation de déposer une offre publique d'achat.

¹³⁴ Directive 2004/25/CE du Parlement Européen et du Conseil du 21 avril 2004 concernant les offres publiques d'acquisition

Afin d'éviter ce type de comportement, la directive OPA prévoit que les « actions de concert » doivent être prises en compte par la directive.

La définition de la notion de personnes « agissant de concert » est définie à l'article 2 de la directive OPA comme :

« les personnes physiques ou morales qui coopèrent avec l'offrant ou la société visée sur la base d'un accord, formel ou tacite, oral ou écrit, visant à obtenir le contrôle de la société visée ou à faire échouer l'offre; »

Cette définition est spécifique aux OPA et permet d'appréhender efficacement toutes les situations puisqu'elle prend en compte toutes les formes d'accord.

Sont par ailleurs assimilées par la directive à des personnes agissant de concert, les personnes contrôlées par une autre personne au sens de l'article 87 de la directive 2001/34/CE(12)s.

Lorsqu'une personne physique ou morale détient, à la suite d'une acquisition faite par elle-même ou par des personnes agissant de concert * avec elle, des titres d'une société lui conférant un pourcentage déterminé de droits de vote dans cette société et lui donnant le contrôle de cette société, les États membres veillent à ce que cette personne soit obligée de faire une offre en vue de protéger les actionnaires minoritaires de cette société. Cette offre est adressée dans les plus brefs délais à tous les détenteurs de ces titres et porte sur la totalité de leur participation au prix équitable.

L'obligation de lancer une telle offre n'est plus nécessaire lorsque le contrôle a été acquis à la suite d'une offre volontaire faite à tous les détenteurs de titres pour la totalité de leurs participations.

Le pourcentage de droits de vote conférant le contrôle et son mode de calcul sont fixés par la réglementation de l'État membre dans lequel la société a son siège social.

Les autorités de contrôle peuvent être autorisées par les États membres à modifier le prix équitable dans des circonstances et selon des critères clairement déterminés. Cette décision doit être motivée et rendue publique.

De plus, la directive permet à l'offrant de proposer différentes contreparties à savoir des titres, des espèces ou une combinaison des deux. S'il ne s'agit pas de titres liquides admis à la négociation sur un marché réglementé, la contrepartie doit porter, à titre d'option, sur des espèces.

Appréciation de la directive - La directive OPA, si elle permet de prendre en compte de multiples situations en raison de la notion novatrice « d'action de concert » reste toutefois sujette à certaines critiques.

Les États membres étant libres de fixer le seuil de droits de vote pouvant être considérés comme conférant le contrôle leur permet de fixer ce seuil à 30% des droits

de vote. Or il a été souligné, notamment par l'AMF dans son rapport de 2008¹³⁵ que le capital de certaines sociétés cotées était dispersé et que dans de nombreux cas, un actionnaire détenant moins du tiers des droits de vote pouvait imposer ses décisions en assemblée générale. Ceci est d'autant plus vrai lorsque le taux d'abstention est particulièrement important.

OPA et *decoupling* - Un phénomène de fraude, bien que moins répandu, se constate à propos de l'obligation de déposer une offre publique.

En application du droit communautaire¹³⁶, l'acquisition par un actionnaire d'une participation dans une société lui conférant son contrôle l'oblige à déposer une offre publique d'achat. Les actionnaires minoritaires peuvent ainsi se faire racheter à un prix équitable. L'actionnaire restant occulte évite ainsi de se soumettre à cette obligation pouvant naturellement s'avérer très onéreuse.

Plusieurs cas relevés par H.T.C Hu et B. Black en 2008 montrent que ce risque existe. Tel a ainsi été le cas des affaires Banca Antoon-Veneta/ Banco Popolare di Lodi (2005 Italie) ; Fiat / Agnelli (2005 Italie) ; Fondiaria/ SAI (Italie 2001) ; John Farifax Holdings / Brierley Investments (Australie 1997).

De tels agissements portent naturellement atteinte à l'intérêt des actionnaires minoritaires. L'obligation de déposer une offre publique d'achat à un prix jugé équitable par un expert indépendant, leur permet, s'ils n'adhèrent pas aux projets du nouvel actionnaire, de sortir à des conditions satisfaisantes.

Ainsi, aussi longtemps que l'actionnaire occulte ne révèle pas la prise de contrôle, les autres actionnaires vont *de facto* subir les décisions qu'il impose. Ici aussi le comportement de l'actionnaire occulte porte atteinte à la confiance du public dans l'intégrité des marchés réglementés.

Ces difficultés ont été identifiées par la Commission européenne dans son rapport sur l'application de la directive OPA¹³⁷. Elle note que la sécurité juridique de la notion de «personnes agissant de concert» et sa mise en œuvre par les autorités nationales de réglementation se sont avérées problématiques. Les États membres ont transposé la définition de différentes manières. Ainsi, certains d'entre eux sont restés proches de la définition de la directive alors que d'autres y ont inséré des éléments de la définition des personnes agissant de concert de la directive sur la transparence. « L'existence de définitions et d'interprétations différentes selon les pays constitue une source d'insécurité pour les investisseurs internationaux qui souhaitent collaborer les uns avec les autres et pourrait les rendre moins disposés à s'impliquer activement auprès des

¹³⁵ *Le rapport du groupe de travail de l'Autorité des marchés financiers a publié le 23 octobre 2008*

¹³⁶ Directive 2004/25/CE du Parlement Européen et du Conseil du 21 avril 2004 concernant les offres publiques d'acquisition

¹³⁷ Rapport du 28 juin 2012 de la Commission au parlement européen, au conseil, aux Comité économique et social européen et au Comité des régions sur l'application de la directive 2004/25/CE concernant les offres publiques d'acquisition, COM(2012) 347 final

entreprises dont ils sont actionnaires. Les répondants au Livre vert de la Commission sur le cadre de la gouvernance d'entreprise dans l'UE ont exprimé un avis analogue et estimé qu'il y a lieu de clarifier les dispositions existantes en matière d'action de concert»

Pour remédier à ces difficultés, la Commission estime que « la notion de personnes agissant de concert pourrait être clarifiée au niveau de l'UE afin d'offrir une plus grande sécurité juridique aux investisseurs internationaux quant à la manière dont ils peuvent collaborer les uns avec les autres sans être considérés comme «agissant de concert» et courir le risque de devoir lancer une offre obligatoire. Cette clarification pourrait par exemple prendre la forme d'orientations élaborées par la Commission et/ou l'AEMF. »

Conclusion – Les réglementations examinées échouent lorsqu'elles tentent de réguler directement le *decoupling* car elles ne parviennent pas à en donner une définition autrement que par ses effets économiques. Bien que le *decoupling* se définisse effectivement par ses effets économiques, une telle approche ne suffit pas à donner un cadre juridique solide à une réglementation. En outre, elle conduit à imposer un cadre inadapté à des techniques juridiques dont l'objectif n'est qu'exceptionnellement l'objet d'abus. Ce constat conduit dès lors à compléter cette définition économique du *decoupling* par une liste de technique présumée relever de cette définition.

Au contraire, les décisions rendues aux Etats-Unis en particulier par le juge Kaplan, mais aussi en France par l'AMF montrent qu'une appréciation au cas par cas des techniques juridiques sur lesquelles repose le *decoupling* replacées dans leur contexte permettant parfaitement d'imposer les dispositions impératives dont le contournement était favorisé par l'opacité des mécanismes utilisés.

Les réponses apportées par les réglementations étudiées restent parcellaires : elles concernent essentiellement les obligations d'information en matière de franchissement de seuil.

Il convient donc de s'interroger sur la généralisation et le fondement d'une approche comparable à celles du juge aux Etats Unis ou encore à celle de l'AMF en France.

Chapitre III : Remèdes

Section I – Les enjeux

Le *decoupling* remet en cause les principes du droit des sociétés (A) et le droit financier (B).

A) Les principes du droit des sociétés contournés

Le *decoupling* est en contradiction avec les principaux fondements du droit des sociétés en ce qu'il remet en cause le lien entre le risque économique supporté par l'actionnaire et son droit de voter.

1) Le droit de vote

Régularité par rapport au droit des sociétés - La question de la régularité, voire de la légitimité au regard du droit des sociétés, du vote de l'actionnaire présente des difficultés dans une situation de *decoupling*.

Selon la conception classique du contrat de société, le droit de vote a pour objectif de garantir le droit pécuniaire de l'actionnaire. Il s'ensuit que l'actionnaire qui ne s'expose pas au risque économique lié aux actions qu'il détient ne doit pas logiquement voter. Il existerait ainsi un lien juridique entre le risque économique et le droit de vote. Or ce lien n'existe pas dans la législation. Aucun texte n'impose à l'actionnaire d'exercer son droit de vote pour garantir son droit pécuniaire et de veiller à la préservation de ses intérêts pécuniaires. Il y a donc une condition traditionnellement reconnue mais qui n'a pas véritablement de fondement légal.

De plus, la loi permet même d'aller à l'encontre de cette conception dans certains cas. Le principe fondamental selon lequel tout actionnaire a le droit de voter aux assemblées générales comporte quelques exceptions. La principale étant la possibilité pour les sociétés de créer, sous certaines conditions, des actions de préférence, assorties de droits particuliers de toute nature, dont le droit de vote peut être aménagé, suspendu ou supprimé. Selon l'article L.228-11 alinéa 1er du Code de commerce, ces droits sont définis par les statuts. Ces actions de préférence sans droit de vote « *ne peuvent représenter plus de la moitié du capital social, et dans les sociétés dont les actions sont admises aux négociations sur un marché réglementé, plus du quart du capital social* » (art.L.228 al.3).

La formule selon laquelle le droit de vote peut être aménagé semble laisser une grande liberté. *A priori*, cette liberté bouleverse la conception que l'on se fait du droit de vote, normalement intrinsèquement liée à la qualité d'actionnaire¹³⁸. Il est donc

¹³⁸ R.Kaddouch, Le droit de vote de l'associé, thèse Aix-Marseille III, 2001, éd. ANRT, 2003, p.418 et s.

possible que le titulaire d'une action de préférence ne soit pas titulaire du droit de vote. Cette situation n'est peut-être pas aussi nouvelle dans la mesure où il existait déjà des actions à dividende prioritaire sans droit de vote. Dans le cas des actions de préférence, le vote n'est pas compensé par quelque avantage, ou par des avantages pécuniaires beaucoup moins importants que ceux des actions à dividende prioritaire. La loi permet ainsi de dissocier le risque du droit de vote en autorisant l'émission d'actions de préférence sans droit de vote.

Il existe d'autres hypothèses où l'actionnaire est privé du droit de vote pour les assemblées. C'est notamment le cas des actions émises en violation des règles de constitution de la société (art.L.225-1161 et L.226-16-1 C.com.) des règles sur les augmentations de capital (art.L.225-150 C.com.), l'achat de la société de ses propres actions, actions acquises sans que soient respectées les règles relatives au dépôt obligatoire d'une offre publique d'achat (art.L.433-3, I C.mon.fin.), actions excédentaires en cas de franchissement de seuil non déclaré à la société, en cas d'absence d'actualisation de la déclaration de franchissement (art.L.233-14 C.com) ou en cas d'absence de déclaration d'intention, les actions d'auto-contrôle (art.L.233-31 C.com.), etc. Dans tous ces cas, la loi ne permet pas à l'actionnaire de garantir son risque pécuniaire grâce au droit de vote.

Inversement, le droit de vote peut être accordé à des personnes qui n'ont pas investi en capital tel que l'usufruitier qui en vertu de l'article L.225-110 alinéa 1 bénéficie du droit de vote dans les assemblées ordinaires alors que c'est bien le nu-proprétaire qui a la qualité d'associé. Il en est de même des actions louées dont le droit de vote attaché à l'action louée appartient au bailleur dans les assemblées statuant sur les modifications statutaires ou le changement de nationalité de la société et au locataire dans les autres assemblées (art.L.239-3 alinéa 2). Enfin, le même constat peut être réalisé pour l'attributaire d'actions gratuites.

Concernant le nombre de voix, on enseigne que celui-ci est obligatoirement proportionnel à la quotité du capital qu'elles représentent et chaque action donne droit à une voix au moins (art.L.122-122 C.com.). Cette règle dite « à capital égal, vote égal » s'applique en principe à toutes les actions, qu'elles soient de capital, de jouissance ou partiellement amorties et qu'elles soient entièrement ou partiellement libérées.

Cependant afin de protéger les petits actionnaires, la loi autorise la limitation dans les statuts du nombre de voix dont peut disposer chaque actionnaire (art.L.225-125 al.1 C.com.). La loi permet ainsi de limiter le pouvoir des gros porteurs d'actions aux assemblées grâce aux statuts.

Si la limitation du nombre de voix est possible, son augmentation est également envisageable grâce au droit de vote double qui peut être attribué par les statuts ou par une assemblée générale extraordinaire ultérieure à toutes les actions nominatives entièrement libérées, inscrites au nom d'un même titulaire depuis deux ans au moins (art. L.225-123 C.com.).

En principe, ce droit de vote double est appelé à jouer à l'occasion de toute assemblée. Les actionnaires pourraient individuellement y renoncer, définitivement ou temporairement. Cette renonciation serait opposable à la société et aux autres

actionnaires que si elle est prévue par les statuts et notifiée à la société dans les conditions fixées par ces derniers. Cette renonciation est possible, car contrairement au droit de vote simple, le droit de vote double n'est pas un droit essentiel de l'actionnaire mais seulement une mesure de faveur à laquelle il peut parfaitement renoncer.

À partir de ces exemples, il est évident que le nombre de voix n'est pas nécessairement lié au montant du capital, il peut être réduit ou augmenté. Le pouvoir de vote n'est donc pas nécessairement dépendant du montant de l'investissement¹³⁹. Autrement dit, le lien traditionnel entre le droit de vote et le risque économique doit être nuancé.

L'évolution du droit des sociétés permet de comprendre que la dissociation entre propriété juridique et risque économique est déjà présente dans diverses mesures et qu'elle n'est pas forcément condamnable.

2) La vocation aux bénéfices et aux pertes

Suppression du risque économique - La principale reproche habituellement formulée à l'égard de la technique du vote vide n'est donc pas très convainquant si l'on place en parallèle les diverses possibilités qu'offrent le droit de ne pas respecter scrupuleusement le lien entre la propriété économique et la propriété juridique.

Mais, ce n'est pas un aménagement de ce lien qu'opère la technique du vote vide, mais une véritable suppression de tout risque économique lié au vote réalisé. Il n'y a donc pas simplement une disproportion entre le capital et le pouvoir. Néanmoins, l'actionnaire pourra grâce à ce vote poursuivre un intérêt politique ou économique. L'intérêt politique pourra d'ailleurs être un préalable à l'intérêt économique : le vote d'une résolution bloquant une OPA pourra permettre au votant de bénéficier d'une baisse du cours du titre, via une vente à découvert par exemple.

Dès lors que cette technique ne se caractérise pas simplement par une disproportion entre la propriété juridique et le risque économique, il convient d'exclure de son champ toutes les pratiques qui visent uniquement à créer une disproportion entre droit de vote et intérêt économique. Il en va ainsi des actions à droit de vote double ou multiple, les droits de vote conférant le contrôle dans les holdings pyramidales¹⁴⁰.

Il résulte de ce qui précède que la condamnation de toutes les hypothèses de *decoupling* sur le fondement de la dissociation entre la propriété économique et la propriété juridique n'est pas judicieuse, car le législateur l'admet dans une certaine mesure. Sur le fondement purement juridique, la légitimité de la technique du vote vide peut difficilement être ainsi remise en cause. Cela ne signifie absolument pas que cette technique ne soit jamais utilisée dans un objectif contraire à l'intérêt de la société.

L'opacité qui entoure cette pratique ne permet pas toujours de savoir si elle remplit des intérêts légitimes ou pas. Les objectifs voulus par les *empty voters* sont assez

¹³⁹ D.Schmidt, Empty voting, *op.cit.*

¹⁴⁰ M. Though, T. Amico, L'empty voting, RD.banc. fin., n° 5, Septembre 2008, étude 18

variés, il faut donc identifier concrètement ses raisons afin de déterminer si cette pratique est toujours utilisée dans un intérêt contraire à celui de la société et de ses actionnaires.

Cette technique entre en contradiction avec les principaux fondements théoriques de la société en droit français en ce qu'elle remet en cause la qualité d'actionnaire votant basée sur une adéquation entre capital et pouvoir.

3) La qualité d'associé

Qualité d'associé - Selon la conception traditionnelle, l'associé ressemble au citoyen qui s'implique dans son pays et s'engager, c'est d'abord voter. A l'image du citoyen, l'associé bénéficie de droits et d'obligations à l'égard de la société. Son rôle consiste à participer au développement de la société et non simplement désigner ses représentants. Il est responsable de ce que devient la société comme tout citoyen. L'œuvre à laquelle tous les associés doivent participer est la société elle-même. Chaque associé y participe en exerçant son droit de vote. L'associé est consulté lors des décisions collectives, il peut ainsi participer aux négociations et prendre des décisions qui vont dans le sens de l'intérêt de la société¹⁴¹. Planiol écrivait déjà que « *chaque associé doit être exposé à perdre afin que tous soient intéressés à la bonne gestion de la société* »¹⁴².

4) L'intérêt social

Intérêt social - Les contours de la notion d'intérêt social ne sont cependant pas toujours très clairs¹⁴³. Si l'intérêt social est considéré, comme l'intérêt de la société, entendu comme transcendant ceux de ses membres, on pourrait avancer que jouant son rôle de boussole, il permet de justifier l'exigence de soumission de l'associé à l'aléa social. En effet, l'espoir de gain et le risque de perte incitent certainement les associés, même minoritaires, à se comporter en véritables gardiens de la gestion sociale. Cela signifie que si l'associé n'est pas animé par un espoir de gain ou menacé par un risque de perte, il risque de relâcher sa vigilance¹⁴⁴.

Or, en permettant à une personne de voter sans qu'elle soit tenue de contribuer aux pertes, la technique de l'*empty voting*, remet en question cette conception française traditionnelle du contrat de société. En effet, selon cette conception, l'*empty voter* ne devrait pas être qualifié d'associé et ne devrait donc pas pouvoir accéder aux assemblées générales d'actionnaires afin d'y voter. Si l'apport ne semble pas poser trop de problème, il en va différemment de la contribution aux pertes. L'apport est en effet généralement déjà réalisé et l'*empty voter* va simplement acquérir des titres sur le marché sans effectuer de nouvel apport. En principe, l'*empty voter* ne participera pas à la création de la société dans laquelle il effectue son vote vide. Il pourrait, mais c'est rare, participer à une augmentation de capital, mais cela est peu probable, car cela ne présente aucun intérêt pour lui.

¹⁴¹ D.Eskinazi, La qualité d'associé, Thèse de l'Université de Cergy-Pontoise, 2005, p.14.

¹⁴² DP 1890, 1, p. 409.

¹⁴³ A. Constantin, L'intérêt social : quel intérêt ? Mél. B.Mercadal : Lefebvre, 2002, p. 317.

¹⁴⁴ F.-X. Lucas, Théorie des bénéfices et des pertes - clauses léonines, J-Cl. Sociétés, fasc.15-30, 2012, n° 7.

Il va ainsi se placer sur un apport initial existant en achetant des actions déjà émises ou en les faisant acquérir par un tiers. Les cessions d'actions lui conféreront la qualité d'associé, à compter de l'accomplissement des formalités permettant de les opposer à la société, et lui conféreront ainsi les droits de contrôle de la gestion et le droit aux dividendes. Lorsque c'est un tiers qui est chargé de l'acquisition des titres, il ne pourra pas prétendre à la qualité d'associé, mais il pourra donner des instructions précises de vote au détenteur des actions. Dans le cas où il acquiert directement les actions, il devient effectivement associé, mais contourne toutefois son obligation de participation aux pertes.

Comme nous l'avons indiqué, dans la plupart des cas, l'*empty voter* va se prémunir contre les aléas économiques durant la période où il acquiert les titres, mais même après leur cession, car ce sera un tiers qui supportera les pertes éventuelles consécutives à son vote. Par exemple dans le prêt de titres, ce risque pèsera sur le prêteur que va devoir supporter la chute du cours de bourse et ainsi la perte de valeur de son titre. L'*empty voter* va emprunter les titres pendant une courte période, nécessaire au vote, puis va les rétrocéder au prêteur qui supportera alors les conséquences éventuellement néfastes pour la société. Il peut y avoir dans certains montages, une volonté délibérée de contourner l'obligation de contribution aux pertes. L'*empty voting* détruirait ainsi l'essence du contrat de société, qui est de donner un cadre au partage des résultats d'une entreprise commune¹⁴⁵.

5) La démocratie actionnariale

Démocratie actionnariale - Il contrarie ainsi la conception de la société en droit qui est considérée comme un contrat¹⁴⁶. Il permet un vote déconnecté d'une prise de risque capitalistique alors que c'est ce qui fonde la démocratie actionnariale dans toute société. Les actionnaires d'une société possèdent en effet une fraction du capital de l'entreprise et en sont les copropriétaires.

Quelle que soit la forme sous laquelle les titres sont détenus, chacun confère à son détenteur des droits identiques quant à sa participation à la vie de la société. L'expression « démocratie actionnariale » tient de l'égalité entre les actionnaires en vertu du principe : « une action, un voix ». L'idée de transposer le concept de démocratie au droit des sociétés est séduisante *a priori* et semble justifier certaines évolutions : obligations accrues pour les dirigeants de rendre des comptes, de déposer des projets de résolution, amélioration des modalités d'expression et de vote des actionnaires, droit pour les actionnaires de poser des questions, d'ajouter des points à l'ordre du jour¹⁴⁷.

En tant que tel, l'*empty voting* est parfois délétère, parfois peut servir comme l'instrument même d'une amélioration de la démocratie actionnariale. L'effet positif ou négatif sur la démocratie actionnariale dépend en réalité de l'objectif recherché par les *empty voters*. Lorsque ces derniers utilisent cette technique pour faire adopter une décision qui serait favorable à la société, mais qu'ils ne pourraient pas faire adopter

¹⁴⁵ G. Ripert et R. Roblot, Traité élémentaire de droit commercial : LGDJ 1977, t.1, p.508, n° 780.

¹⁴⁶ J. Prieur, Droit des contrats et droit des sociétés, in Droit et vie des affaires - Études à la mémoire d'Alain Sayag, Litec, 1997, p.371.

¹⁴⁷ V. Rapport AMF sur les assemblées générales d'actionnaires de sociétés cotées, juillet 2012.

autrement faute d'un nombre suffisant de voix. Il en est de même lorsqu'ils utilisent cette technique pour sanctionner la mauvaise gestion des dirigeants. D'une certaine façon, la technique de l'*empty voting* peut avoir un effet vivifiant pour la démocratie actionnariale. Là encore, il conviendra de faire le tri entre le bon *empty voting* et le mauvais en fonction des objectifs recherchés par les *empty voters*. C'est donc véritablement un caractère subjectif qui détermine la légitimité ou pas du recours à cette pratique. Ce qui explique peut-être la difficulté à l'appréhender totalement. Opacité et subjectivité sont les maîtres mots qui caractérisent véritablement cette technique.

Conclusion – Le *decoupling* contrevient à la conception de la société fondée sur l'idée de contrat et de partage des risques, mais de telles situations ne sont pas de manière générale condamnables en toute situation. Seule la volonté d'agir dans le seul but de contourner une règle impérative ou de l'utiliser contre sa finalité pose question.

B) Les principes du droit des marchés financiers contournés

Les situations de *decoupling* semblent également difficilement se conformer aux principes établis par le droit des marchés financiers et en particulier

- La transparence
- L'intégrité du marché
- L'égalité dans l'information

1) La transparence

La transparence est devenue un des principaux enjeux des autorités, elle serait même la solution à la crise actuelle¹⁴⁸. Elle suppose que l'information financière et comptable soit exacte, précise et sincère. Cette information doit aussi être accessible à tous, facilement et à faible coût. Le niveau d'information requis varie en fonction des marchés considérés, de la nature des investisseurs (particuliers ou professionnels), des produits concernés, etc.

Information et déclaration - L'information est généralement produite par les acteurs de marchés eux-mêmes. Les émetteurs dont les titres sont admis sur un marché réglementé communautaire sont ainsi soumis à des obligations d'information périodique, continue et permanente. Les notes d'opération et les prospectus publiés à l'occasion de certaines opérations (offre publique) sont un bon exemple¹⁴⁹. Par ailleurs, les investisseurs informent eux aussi les sociétés dans lesquelles ils prennent des participations d'une relative importance. La plupart des juridictions connaissent ainsi des règles dites de franchissement de seuils qui obligent à déclarer des participations au-delà de certains seuils, généralement exprimés en pourcentage de capital ou de droits de vote. Ces informations permettent à la société de connaître la composition de son actionnariat et d'anticiper les éventuelles résistances en assemblée

¹⁴⁸ Quelle priorité pour les marchés financiers ?, AMF, mars 2011.

¹⁴⁹ V. D.Carreau, H.Letreguilly, Offres publiques, Rép.sociétés, 2012.

générale. Les instruments permettant d'identifier l'actionnariat des sociétés sont nombreux : on peut citer les déclarations de franchissement de seuil¹⁵⁰, les informations contenues dans un prospectus d'introduction ou dans un document de référence, ou encore la procédure dite de titres aux porteurs identifiables (TPI).

Or, comme nous l'avons déjà précisé, l'*empty voting* se pratique très souvent dans l'opacité. Les sociétés cotées ont l'impression de maîtriser de moins en moins bien l'identité de leurs actionnaires, notamment non-résidents. En effet, l'internationalisation des marchés, la diversification des actionnariats, la rapidité d'échange de titres sur les marchés et la multiplication des formes d'intermédiation ont rendu la situation complexe et la connaissance des actionnaires réels plus difficile, tant pour les intermédiaires que pour les émetteurs. C'est d'ailleurs là que réside son intérêt. Les différents remèdes envisagés et notamment les règles du franchissement de seuil ne permettent pas de saisir le phénomène correctement et laissent bien souvent la société et ses actionnaires dans le flou. C'est exactement le but recherché par l'*empty voter*, qui n'a aucune volonté d'être connu par avance, car cela pourrait entraîner une réaction de la part de la société et des autres actionnaires, ce qui ruinerait le montage qu'il a envisagé.

Identification difficile de l'actionnariat - L'identification des actionnaires pourrait être nécessaire afin de faciliter le dialogue entre les sociétés et leurs actionnaires, et de réduire les risques d'abus liés à l'*empty voting*. Mais, à l'heure actuelle, ces techniques sont peu efficaces. La société ne dispose pas toujours d'outils pour déterminer concrètement la composition de son actionnariat. Il existe quelques moyens pour arriver à cet objectif. La société peut interroger le dépositaire central. L'émetteur demande alors au détenteur des titres de décliner son identité. Les banques doivent décliner l'identité du client. Cette pratique est cependant peu utilisée car coûteuse. Certaines opérations bénéficient d'une exemption de déclaration de seuil dont notamment les activités de trading lorsqu'elles sont en dessous de 5%. Les banques sont concernées par cette exemption qui leur impose toutefois en échange de ne pas voter dans les assemblées générales. Cet engagement serait a priori respecté par les banques, si ce n'est pas le cas, l'exemption tombe. Il n'existe pas de cas connu où l'engagement de ne pas voter n'aurait pas été respecté. Cela n'exclut cependant pas son existence. L'*empty voter* serait également enclin à profiter des informations dont il aurait connaissance afin de les utiliser à son profit, ce qui encore une fois va à l'encontre de l'un des principes des marchés financiers : L'intégrité.

2) L'intégrité du marché

L'intégrité des marchés suppose une diffusion de l'information à tous les investisseurs et exclut que certains d'entre eux tirent avantage d'informations privilégiées ou au contraire ignorent certaines informations qu'eux seuls savent fausses. C'est au nom de ce principe qu'un certain nombre de comportements sont sanctionnés tels que les délits d'initiés ou la diffusion d'informations trompeuses. La commission d'un délit d'initié résultant d'un vote vide par un actionnaire anticipant l'évolution du cours d'une action à la suite de son vote dans l'assemblée générale de la cible, est parfaitement envisageable. Ces délits sont tout au plus favorisés par la plus grande

¹⁵⁰ P.-H.Conac, Franchissement de seuil, Rép.sociétés, 2011.

difficulté d'établir la preuve de ces comportements lorsqu'ils se réalisent par l'utilisation d'instruments dérivés.

La pratique de l'*empty voting* n'est cependant pas vraiment visée par ces questions de manipulation de l'information. L'*empty voter* ne cherche pas à influencer sur le cours du titre en diffusant de fausses informations. Le droit pénal et les autorités de régulation lui feraient vite comprendre son erreur et ruinteraieent sa réputation sur le marché.

Henderson Land/Laxey Partners - En ce qui concerne les délits d'initiés¹⁵¹, les choses sont peut-être moins claires. Ce délit est constitué par l'utilisation ou la communication d'une information privilégiée. Cette information doit être confidentielle, c'est-à-dire qu'elle n'est pas connue du public. Dans l'affaire Henderson Land/Laxey Partners évoquée plus haut, il s'est avéré que plusieurs *hedge funds* avaient emprunté des titres Henderson Investment juste avant la record date, avaient voté contre le rachat et avaient ensuite vendu leurs titres à découvert, profitant ainsi de la plus-value générée par la baisse massive du titre qu'ils savaient inéluctable, car le rachat ne se réaliserait pas. Les *hedge funds*, *empty voters*, savaient par avance qu'ils possédaient suffisamment de titres pour bloquer la fusion et avaient donc une information privilégiée que n'avaient pas les autres actionnaires, en l'occurrence, la non-réalisation de l'OPA.

Sur le fondement de cette information, les *empty voters* ont ainsi spéculé sur une baisse du titre. Il semble bien que le délit d'initié soit ici constitué. Bien évidemment, tous les *empty voters* ne sont pas coupables de délit d'initié. Dans la plupart des cas, les résolutions sont adoptées à de courtes majorités et l'*empty voter* ne l'emporte pas forcément. Entre vraisemblance et certitude, là réside sûrement la ligne jaune.

3) L'égalité des actionnaires

Les notions de transparence et d'égalité de traitement des actionnaires sont les bases fondamentales de l'économie de marché : selon la théorie de l'efficacité des marchés, chaque actionnaire bénéficie de la même information que les autres et agit, alors, en conséquence, ce qui lui permet de bénéficier de la même part de richesse créée, part qui doit être fonction de la part de capital détenu. L'égalité des investisseurs est, principalement, une égalité de l'information : elle est rompue si certains d'entre eux savent ce que les autres ignorent. Il faut, dès lors, assurer un accès égal à l'information.

L'égalité doit être respectée que ce soit vis à vis de l'information (transparence et intégrité du marché), du prix ou du traitement que reçoivent les investisseurs¹⁵². L'information, condition de la démocratie politique, est aussi celle de la démocratie économique : on ne peut véritablement choisir que si l'on sait. Il est donc nécessaire d'instaurer la « transparence » des marchés d'instruments financiers, en veillant à instaurer une information exacte et honnête des investisseurs. L'égalité s'applique aussi face au prix. Tous les investisseurs doivent avoir accès au juste prix qui est un prix d'équilibre résultant de la confrontation de l'offre et de la demande. L'égalité de

¹⁵¹ Article L.465-1 du Code monétaire et financier.

¹⁵² Ph.Conte, *Activité des marchés d'instruments financiers*, J-Cl. Lois pénales spéciales, 2004, n°2 et 46.

traitement permet à chaque investisseur de bénéficier d'une protection identique vis à vis du prix de marché, à défaut d'arriver à une totale égalité.

Les *empty voters* ont recours généralement à des techniques sophistiquées qui peuvent être utilisées pour acquérir une position dans une société, qu'il s'agisse du recours à des options d'achat, des *equity swap* ou encore des Contracts for Difference. Les exemples d'utilisation de ces instruments se sont multipliés ces dernières années pour acquérir une influence potentielle dans une société, sans avoir à révéler sa participation. Ces pratiques posent des problèmes en termes d'information des autres actionnaires, de la société et du marché, d'autant qu'elles s'appuient souvent sur la mise en place d'actions concertées avec d'autres acteurs dont les intentions demeurent potentiellement cachées. Certaines pratiques peuvent être même qualifiées de frauduleuses mais pas toujours sanctionnées.

Conclusion – Le *decoupling* peut se heurter aux principes protégeant les marchés financiers, mais ici aussi de telles situations ne sont pas, de manière générale, condamnables. A nouveau, seule la volonté d'agir dans le seul but de contourner une règle impérative ou de l'utiliser contre sa finalité pose question.

Section II - La méthode

La typologie des situations de *decoupling* établie précédemment oriente les propositions destinées à encadrer de telles pratiques.

Il a été montré que les cas d'usage abusif du droit de vote relèvent principalement de la notion de fraude ou d'abus de droit (A). Il en résulte notamment que ces phénomènes doivent être appréhendés par le droit sous l'angle de l'effet économique des techniques utilisées et non sur le seul plan de leur objet juridique. Les principes généraux du droit et en particulier la fraude et l'abus de droit suffisent à servir de base juridique efficace pour lutter contre les situations de *decoupling* qui seront appréciées au cas par cas par le juge ou l'autorité de marché.

Il convient enfin de préciser la sanction (B) et les moyens de prévention (C) qui peuvent se présenter sous différentes formes (D).

A) Sanctionner les seuls cas d'abus ou de fraude sans remettre en cause les pratiques légitimes

À titre préalable, il faut indiquer que les techniques sur lesquelles repose le *decoupling* sont régulièrement utilisées à des fins n'impliquant aucune réserve.

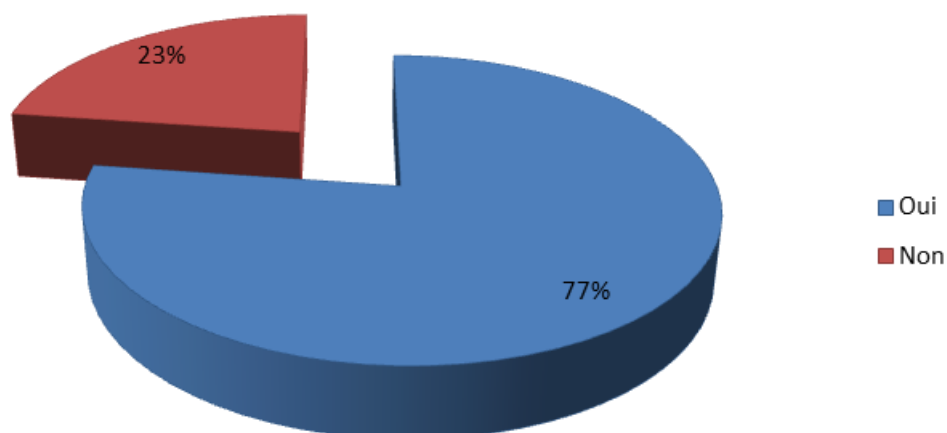
Par exemple, une campagne d'appel à mandat destinée à renverser une direction jugée décevante peut parfaitement se justifier. Le vote vide du mandataire, qui ne subit pas les conséquences économiques de son vote, n'appelle pas nécessairement de réserves. Il n'en demeure pas moins qu'une telle pratique doit être encadrée pour éviter toute dérive sans pour autant remettre en cause les pratiques légitimes.

De même, une convention de portage mettant l'une des parties dans une situation assimilée à celle d'un actionnaire occulte poursuit le plus souvent un objectif légalement admis. Ici aussi, les propositions ne doivent pas remettre en cause des situations légitimes aux seuls motifs que des dérives ont été constatées.

Il en résulte notamment que la prévention des situations d'*empty voting* doit principalement passer par un renforcement de la transparence.

C'est d'ailleurs l'avis de la plupart des personnes interrogées sur cette question comme l'indique le schéma ci-dessous. La majorité des personnes interrogées pense qu'il faudrait obliger les banques, principales acteurs dans ce genre d'opérations, à davantage de transparence. Elles pensent également que la protection contre ce genre de pratique doit se faire au niveau des dispositions statutaires, par exemple prévoir une déclaration statutaire à 1%.

Renforcement de la transparence



Il n'est pas établi qu'un renforcement de la régulation porte atteinte à la compétitivité des places financières européennes. Plus généralement, tout encadrement des marchés financiers soulève inéluctablement la question des effets néfastes de telles régulations sur l'attractivité et la compétitivité des places financières européennes. Ce risque est toutefois démenti par des exemples tels que celui de la place de Singapour, ou encore de la place financière de Londres qui se sont les premières engagées dans une politique ambitieuse sur ces questions sans que des répercussions économiques négatives aient été constatées. L'intégrité des marchés financiers et des marchés de titres est bien au contraire un facteur favorisant la confiance du public et de ce fait l'apport de nouveaux capitaux.

B) Mesures préventives et répressives

Si le système en vigueur a montré certaines failles, les solutions à envisager ne doivent pas aboutir à interdire de manière générale toute situation de *decoupling*.

En effet, ainsi que déjà exposé plus haut, tous les actionnaires recourant à de telles techniques ne sont pas animés par une volonté contraire à l'intérêt de la société.

La nécessité de prendre en compte l'effet économique des techniques - Tout actionnaire occulte ne peut systématiquement être stigmatisé, il est nécessaire de déterminer et de sanctionner uniquement ceux qui ont une intention purement frauduleuse ou agissant d'une manière relevant de l'abus de droit.

La fraude consiste en effet à se placer en dehors du champ d'application d'une règle contraignante et l'abus de droit désigne le fait d'exercer un droit dans un objectif contraire à sa finalité.

Les situations ayant créé des difficultés montrent que l'usage abusif du droit de vote relève principalement de la notion de fraude ou d'abus de droit.

Ces phénomènes doivent donc être appréhendés par le droit sous l'angle de l'effet économique des techniques utilisées et non sur le seul plan de leur objet juridique.

Les remèdes ne doivent pas remettre en cause des situations légitimes aux seuls motifs que des dérives ont été constatées.

Il en résulte notamment que la prévention du *decoupling* doit principalement passer par un renforcement de la transparence.

La distinction entre les mesures préventives et répressives - Le degré de surveillance ne peut être le même en cas de mesures préventives (types obligations de déclaration de franchissement de seuil) ou en cas de mesures répressives (lorsque le contournement d'une disposition impérative est établi).

A l'égard des mesures préventives, un critère plus large peut être retenu puisque l'obligation imposée à l'actionnaire occulte ne suppose pas de lourdes conséquences.

Ainsi, les mesures préventives pourront être appliquées dès que l'objet ou l'effet de la technique est seulement susceptible d'aboutir à une situation similaire à celle d'un actionnaire classique (c'est à dire non occulte).

A l'inverse, les mesures répressives ne pourront être appliquées que lorsque l'objet ou l'effet de la technique utilisée est d'aboutir à une situation similaire à celle d'un actionnaire classique .

Mesures préventives - Les mesures préventives envisagées ont trait à la transparence et aux obligations de déclaration. Ces mesures permettent aux personnes ayant un intérêt d'avoir connaissance des événements se déroulant ou sur le point de se dérouler, de prendre les décisions relatives à ces événements.

Les obligations de déclaration peuvent être accomplies vis-à-vis du public ou de parties privées. Ces déclarations doivent être fiables et par conséquent, lient les personnes les ayant effectuées. Par conséquent, si les déclarations sont fausses, la preuve de l'intention frauduleuse est nécessairement apportée et les mesures répressives s'imposent.

La réglementation de la transparence doit être élargie de manière à prendre en compte les accords oraux et tacites, et les seuils doivent être abaissés. Tel est le sens que le droit européen entend prendre.

Mesures répressives : un principe général tiré de l'abus de droit ou la fraude doit être posé, complété par des listes indicatives d'application - Les pratiques recensées relevant de la notion d'abus de droit et de fraude conduisent à privilégier l'approche

anglaise sans pour autant exclure l'approche américaine.

La fraude comme l'abus de droit ne peuvent efficacement être appréhendés que par une réglementation posant le principe de leur interdiction. À défaut, en raison de l'ingéniosité des acteurs mais aussi de l'incessante évolution des techniques utilisées, la régulation sera perpétuellement en retard sur la pratique. La jurisprudence américaine semble d'ailleurs s'orienter vers des critères plus finalistes.

Des principes généraux peuvent néanmoins être utilement complétés, afin que des textes d'application puissent être adoptés explicitant les limites des pratiques spécifiques constatées.

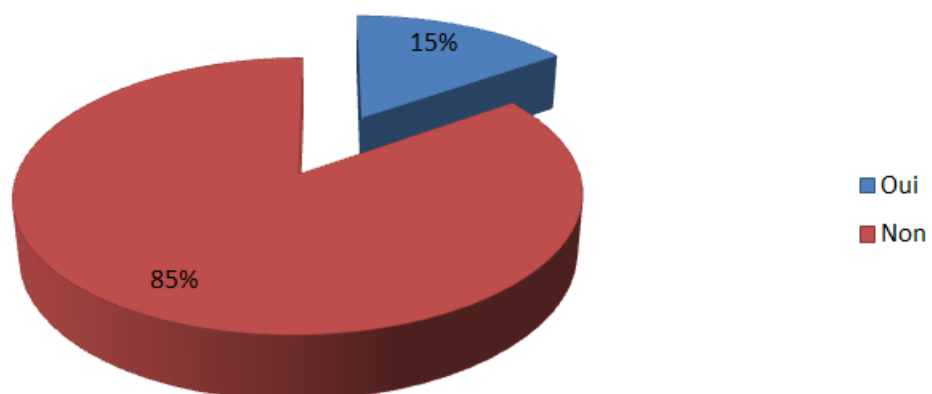
Le recensement des pratiques est nécessaire en raison de la difficulté d'interpréter des principes généraux et de l'insécurité qui en résulte. Par ailleurs, cette approche est particulièrement adaptée pour lutter contre la fraude et surtout contre l'abus de droit dont la preuve résulte fréquemment de faisceaux d'indices établissant que le comportement de l'actionnaire ne peut s'expliquer autrement que par la volonté de se soustraire à une norme contraignante ou encore de poursuivre exclusivement un autre objectif que celui pour lequel le droit de vote lui a été accordé.

C) Forme de la régulation

Le choix d'une réglementation spécifique qui encadre la pratique du vote vide (3) n'a pas été jugé pertinent par une grande partie des acteurs interrogés qui considèrent comme suffisante la réglementation existante, éventuellement complétée par des dispositions statutaires (2) et des codes de bonne conduite (1).

La majorité des personnes interrogées pensent qu'une réglementation trop précise pourrait être préjudiciable car les acteurs auront recours très rapidement à de nouveaux montages pour réaliser leurs objectifs.

Renforcement de la réglementation impérative



L'intervention du juge et du régulateur serait plus adaptée qu'une nouvelle réglementation spécifique à l'*empty voting*.

D'ailleurs, les États européens sont relativement hostiles à une réglementation spécifique. La révision de la directive transparence a donné lieu à beaucoup de débats, les considérations françaises ne sont pas toujours partagées par les autres États membres. La position actuelle au niveau européen est de traiter cette question de manière incidente et ne pas prévoir de réglementation spécifique qui n'est de toute façon pas souhaitée par une grande partie des États membres.

1) Les codes de bonne conduite

Une auto régulation par l'intermédiaire de chartes professionnelles ou codes de bonne conduite a fréquemment été préconisée en particulier pour prévenir les situations de *decoupling*. Cette forme de régulation ne doit jamais être négligée dès lors qu'elle est le plus souvent mieux comprise et acceptée par les intervenants.

Quelques-uns de ces codes de bonne conduite sont développés. Par exemple, l'International Corporate Governance Network s'est prononcé contre l'exercice du droit de vote de l'emprunteur de titres dans la mesure où cela fausse les résultats de l'assemblée générale. Le fait d'emprunter dans le dessein de prendre le contrôle de l'émetteur ou d'influencer l'assemblée générale sans supporter le risque économique d'un titulaire est contraire aux règles de bonne conduite et cette technique doit absolument être découragée.

Les limites des codes de bonne conduite sont connues. Ils ne sont pas contraignants et ne s'appliquent pas à l'ensemble des acteurs. Le fait de rendre obligatoire l'adhésion à une association professionnelle et à son code de bonne conduite dans les secteurs d'activités les plus exposés au risque d'usage contestable des droits de vote permettrait de limiter significativement les faiblesses de ce mode de régulation.

2) Le contrat de société

La régulation par l'intermédiaire du contrat préserve la liberté des intervenants.

Afin de permettre aux sociétés de lutter contre l'usage contestable des droits de vote, il pourrait être suggéré de leur permettre d'adopter dans leurs statuts des clauses restreignant le recours aux techniques susceptibles de favoriser un usage contestable.

Même lorsque la régulation s'impose aux parties en raison de dispositions d'ordre public, la régulation du contrat permet de prévenir efficacement le risque d'usage contestable des droits de vote. Telle pourrait être le cas d'un transfert automatique des droits de vote. Cette forme de régulation s'apparente toutefois à une régulation par une norme générale et contraignante développée ci-après.

3) La norme générale et contraignante

Lutter contre les situations de *decoupling* n'implique pas une réelle extension des normes générales et contraignantes. Les principes auxquels portent atteinte ces pratiques sont déjà reconnus et protégés par la réglementation du droit des sociétés et

du droit des marchés financiers.

La régulation par une norme générale et contraignante doit donc essentiellement consister à amender les textes existants afin de prévenir les dérives constatées. Une approche et un critère commun à l'ensemble de ces textes, adoptés à des époques différentes, serait opportun. Sont ainsi notamment concernées par ordre d'importance la réglementation relative à la transparence, aux offres publiques, aux droits de vote des actionnaires.

Section III - Le champ d'application

Cette technique est exercée par des acteurs variés, mais relativement importants, et cible des sociétés ayant une configuration capitalistique particulière. L'activité professionnelle de l'opérateur concerné (A) et de la cible (B) peut parfois servir d'indicateur. Mais, bien entendu, cela est insuffisant à définir le champ d'application des mesures encadrant le vote vide, les techniques utilisées doivent également être prises en compte (C).

A) Les acteurs concernés

À titre préalable, sera écartée une distinction tenant à la qualité de la personne à l'origine des techniques précédemment mentionnées. Certes, le recours à ces techniques est fréquemment le fait des actionnaires actifs et tout particulièrement des *hedge funds*.

Hedge funds - Les *empty voters* sont souvent des *hedge funds*. On constate en effet que l'*empty voting* est une pratique essentiellement anglo-saxonne et pratiquée majoritairement par des fonds de pension et surtout des *hedge funds*. Il n'existe pas de définition légale, précise et formelle de ce terme. Le terme lui-même est trompeur. L'expression *hedge fund* est appliquée pour la première fois en 1956 à un fonds d'investissement que gère Alfred Winslow Jones depuis 1949¹⁵³. Ce fonds d'investissement de Jones n'était pas ouvert au public et il combinait des positions d'achat et de vente de titres pour « couvrir » (*hedge*) l'exposition de son portefeuille aux évolutions du marché.

Depuis la fin des années 1960, les *hedge funds* ne se caractérisent plus par une stratégie d'investissement aussi spécifique que celle de Jones et, le plus souvent, ils ne se « couvrent » pas au sens économique du terme. Les *hedge funds* utilisent en fait des techniques de gestion de plus en plus diversifiées – qu'on regroupe sous le terme de « gestion alternative » – qui leur permettent de spéculer, au sens premier du terme, sur l'évolution future des marchés les plus divers¹⁵⁴.

Il n'existe pas de définition internationalement acceptée des *hedge funds*¹⁵⁵. On

¹⁵³ G.M.Henry, *Les hedge funds*, Eyrolles éd. Organisation, 2008, p.15.

¹⁵⁴ Idem.

¹⁵⁵ La directive Alternative Investment Fund Managers (AIFM) du Parlement européen et du conseil du 8 juin 2011 définit à son article 4 « les fonds d'investissement alternatifs (FIA) » comme étant « des organismes de placement collectif, y compris leurs compartiments d'investissement, qui lèvent des capitaux auprès d'un certain nombre d'investisseurs en vue de les investir, conformément à une politique d'investissement définie, dans l'intérêt de ces investisseurs et ne sont pas soumis à agrément au titre de l'article 5 de la directive n° 2009/65/CE ». Ces critères de définition des FIA reposent sur la notion d' « Organisme de Placement Collectif » (OPC), pour laquelle le législateur français fournit uniquement une liste d'OPC et non une définition. La définition générale des FIA retenue par la directive couvre, pour les fonds domiciliés en France, les OPCVM non coordonnés à

s'accorde cependant aux États-Unis et en Europe pour attribuer aux *hedge funds* les caractéristiques communes suivantes :

- Ce sont des organismes de placement collectif qui ne subissent pas les restrictions généralement appliquées aux fonds d'investissement grand public, notamment en matière de diversification et de négociabilité des actifs financiers.
- Ils peuvent pratiquer des ventes à découvert.
- Ils utilisent les effets de levier (leverage).
- Leur performance est mesurée en termes absolus, c'est-à-dire qu'elle est indépendante de la direction des marchés et sans corrélation avec un indice de référence.
- Le seuil minimal d'investissement exigé est élevé.
- Leur rémunération se base généralement sur la performance.
- Ils recherchent des opportunités d'investissement dans toutes les directions, aussi bien sur les marchés financiers traditionnels (actions et obligations) et leurs dérivés, mais aussi sur les matières premières (*commodities*), et des opportunités d'investissement plus inhabituels.

Facteur de déstabilisation - Ils sont ainsi susceptibles de constituer un facteur de déstabilisation du fait de leur influence sur le marché qui se fait généralement de deux façons principales :

Ils peuvent influencer les marchés de deux manières principales :

- en jouant sur l'effet de levier, ils sont en mesure de prendre des positions très importantes sur les marchés et de provoquer ainsi des fluctuations de cours ;
- étant donné leur réputation en matière d'anticipation, toute publicité relative à leurs positions est susceptible d'entraîner un mouvement d'imitation des autres investisseurs. C'est cette imitation qui provoque les perturbations sur les marchés.

De plus, les *hedge funds* restent perçus comme des acteurs risqués étant donné :

- la complexité de leurs stratégies, qui demande des compétences dont rien ne garantit qu'elles soient présentes ;
- le manque de transparence de ces fonds, qui publient peu d'informations financières et qui sont pour plus des trois quarts installés dans des centres

vocation générale, les « *hedge funds* », les fonds de capital investissement, les fonds d'investissement immobilier, M.Stork, Directive « AIFM » n° 2011/61/UE du Parlement et du Conseil du 8 juin 2011 sur les gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs, RTDcom., 2012, p.580.

offshore;

- la pratique de la vente à découvert, sachant que les pertes sur une vente à découvert peuvent être illimitées;
- le recours systématique à des effets de levier importants, qui sont financés par les banques et qui les rendent donc vulnérables aux modifications de la liquidité bancaire.

Événements ciblés par les *hedge funds* - Les événements ciblés par les *hedge funds* sont relativement variés. En suivant la classification des demandes des *hedge funds* par l'étude de Brav et al. conduite sur 1.172 événements sur la période allant de 2001 à 2007 aux États Unis, il est possible de les regrouper en cinq événements¹⁵⁶.

Le premier événement implique la cession de la cible. En tant qu'actionnaire de la cible, les *hedge funds* peuvent empêcher sa cession ou encore négocier des primes de vente plus favorables. Ils tentent de forcer la vente à l'amiable de l'entreprise ciblée à une tierce partie, ou, dans une minorité des cas, d'acquérir l'entreprise eux-mêmes ou encore, dans les cas les plus hostile, de lancer une OPA hostile.

Le deuxième événement correspond à la maximisation de la valeur actionnariale. Les managers des *hedge funds* activistes sont généralement « value investors ». Ils peuvent contribuer à la maximisation de la valeur actionnariale lorsque la cible est sous-évaluée.

Le troisième événement inclut les décisions de structure de capital. La pression qu'exercent les *hedge funds* pour infléchir la stratégie d'une entreprise est souvent suivie par une augmentation de dividendes au bénéfice des actionnaires.

Le quatrième événement vise un changement de la stratégie générale de l'entreprise. Dans 40% des cas, les interventions des *hedge funds* cherchent à profiter d'un contexte de changement de contrôle de l'entreprise.

Enfin, le cinquième événement vise des changements au niveau de la gouvernance de l'entreprise ciblée. Les *hedge funds* activistes cherchent à obtenir un siège au conseil d'administration, pour faire pencher la balance en leur faveur lors de l'assemblée générale. Les *hedge funds* réclament aussi des changements rapides dans la structure de gouvernance des entreprises au nom de la démocratie actionnariale tels que le changement des représentants siégeant au conseil d'administration, contester son indépendance, annuler les mesures anti-OPA.

Ainsi, avec la technique de l'*empty voting*, les *hedge funds* peuvent emprunter des titres juste avant la date d'enregistrement « record date capture » à l'assemblée générale dans le seul but d'influencer l'issue d'un vote actionnarial. Il n'est donc pas étonnant de constater que cette pratique se développe essentiellement grâce à ce type d'acteurs qui sont des stratégies bien précises et qui sélectionnent des cibles

¹⁵⁶ A.Brav, W.Jiang, F.Partnoy, H.Kim, Hedge Fund Activism: A Review, Working Paper, Foundations and Trends in Finance, 4(3), 2010, p.185.

spécifiques.

Cibles des *hedge funds* - Dans leurs travaux, Brav *et al.*¹⁵⁷ déterminent les critères de sélection des cibles des *hedge funds*. Pour cela, ils mènent une étude, portant sur 236 *hedge funds*, impliqués dans 882 cibles et conduite sur la période allant de 2001 et 2006 aux États-Unis. Les auteurs mettent en évidence que les cibles sont des sociétés qui :

- Disposent de faibles opportunités de croissance, mais qui sont profitables, c'est-à-dire qui dégagent des flux de trésorerie satisfaisants.
- Distribuent moins de liquidités que les autres entreprises; les *hedge funds* activistes ciblent les entreprises ayant un taux de distribution faible, c'est-à-dire des entreprises qui sont réticentes à distribuer des dividendes aux actionnaires.
- Versent des rémunérations élevées aux dirigeants et adoptent des mesures de défense anti-OPA importantes. La présence des mesures anti-OPA améliore la valeur actionnariale en cas de vente de l'entreprise, ce qui est l'un des objectifs des *hedge funds*.
- Possèdent un actionnariat institutionnel plus important et un titre liquide, ce qui est synonyme d'acquisition plus aisée et plus rapide des titres sur le marché. La liquidité des titres facilite l'intervention des investisseurs.

Les cibles des *hedge funds* activistes sont généralement des sociétés, appartenant à des secteurs traditionnels (rarement à la haute technologie).

La pratique de l'*empty voting* émane fréquemment de *hedge funds*, du moins c'est ce qui ressort de la littérature financière. Elle vise des sociétés cotées ayant principalement un capital éclaté, l'existence d'un actionnaire majoritaire réduit considérablement les risques de recours à cette pratique.

Pour conclure, la détection d'un cas d'*empty voting* n'est pas toujours aisée. C'est la conjonction de certains éléments qui permet de déterminer l'objectif recherché par l'*empty voter*. Le mécanisme utilisé doit donc être lu à la lueur de cet objectif qui doit constituer le point de départ du raisonnement. Cet objectif est le cœur de la problématique de l'*empty voting*, car il heurte un certain nombre de principes traditionnels de droit des sociétés et de droit financier. Au-delà du réel danger de cette technique pour les sociétés qui la subissent, il existe en effet des interrogations plus théoriques dont les enjeux sont aussi tout aussi importants.

¹⁵⁷ A.Brav, W.Jiang, F.Partnoy, R.S.Thomas, « Hedge Fund Activism, Corporate Governance, and Firm Performance », *The Journal of Finance*, Vol. 63, n°4, 2008, p.1729 ; « The returns of hedge fund activism », *Financial analysts Journal*, Vol. 64, n° 6, 2008, p. 45.

Viser une catégorie spécifique d'acteur n'est pas adapté. Même si les techniques de *decoupling* sont utilisées principalement par les actionnaires activistes, il n'est pas possible de cantonner l'étude à une catégorie particulière d'actionnaire telle que les fonds de pension notamment.

Réduire une réglementation à ces seules personnes risquerait d'écarter sans raison une partie du phénomène. Ne pas limiter à ces acteurs l'encadrement du *decoupling* ne préjuge pas de l'opportunité d'adopter des normes spécifiques sur le recours par les gestionnaires de fonds d'investissement aux produits à effet de levier.

La différence entre les sociétés dont les titres sont admis sur un marché réglementé et les autres sociétés est moins une différence de principe que de nuance. Les risques que les phénomènes décrits font peser sont cependant différents.

B) Les sociétés concernées

Cibles des *empty voters* - En général, les cibles des *empty voters* sont des sociétés cotées avec un flottant relativement abondant et liquide. Il faut en effet que l'*empty voter* puisse facilement acquérir les titres nécessaires à l'obtention des droits de vote tout en ayant la possibilité de se couvrir contre l'aléa économique via des produits dérivés le plus souvent. Les titres de la cible doivent être suffisamment liquides pour permettre ce genre d'opérations.

Par ailleurs, l'actionnariat de la cible sera bien souvent dispersé. S'il n'existe qu'un faible nombre d'actionnaires de contrôle qui ne sont pas susceptibles de céder leurs titres, l'*empty voter* n'aura que peu de prise sur la société, même s'il parvient à réunir beaucoup de titres entre ses mains. Leur nombre sera toujours insuffisant pour contrer le vote des majoritaires. On observe qu'en général les *empty voters* acquièrent entre 10 et 20% des droits de vote la société cible et que ce pourcentage leur permet bien souvent de faire adopter les résolutions souhaitées.

On peut donc en conclure que dans la majorité des cas, les cibles auront un actionnariat plutôt dispersé, sans actionnaire très majoritaire comme cela peut être le cas de certaines sociétés cotées. C'est d'ailleurs l'avis des personnes interrogées. Les sociétés qui seraient exposées à ce genre de risque sont celles dont le capital est dispersé alors que les sociétés ayant des actionnaires majoritaires (de concert) sont a priori épargnées.

Il faut enfin réserver une place particulière aux sociétés qui pratiquent l'*empty voting* pour leur propre compte. Dans ce cas, bien évidemment, les intermédiaires utilisés pourront être multiples (banques, sociétés d'investissement, *hedge funds*, sociétés amies, etc.) et la cible ne sera ni plus ni moins que la société elle-même.

Les sociétés dont les titres sont admis sur un marché réglementé sont principalement concernées. Les sociétés dont les titres sont admis sur un marché réglementé doivent principalement être protégées.

Les particularités des marchés réglementés justifient une protection spécifique.

Les sociétés dont les titres sont admis sur un marché réglementé sont les premières à protéger contre l'utilisation abusive des droits de vote en assemblées.

En effet, les marchés réglementés jouent un rôle spécifique et essentiel dans la collecte de l'épargne publique. Maintenir la confiance du public dans les marchés réglementés est donc primordial. L'égalité des investisseurs face à l'information est reconnue et protégé par le droit financier. Par ailleurs, les instruments dérivés permettant de dissocier le droit de vote des droits financiers concernent essentiellement les actions des sociétés admises sur un marché réglementé. En outre, les sociétés dont les titres sont admis sur un marché réglementé sont ouvertes et de fait nécessairement plus vulnérables aux comportements d'actionnaires hostiles.

La protection des sociétés dont les titres ne sont pas admis sur un marché réglementé ne s'impose pas avec la même évidence. Il n'existe pas à ce jour un nombre suffisant d'affaires connues mettant en cause des sociétés dont les titres ne sont pas admis sur un marché réglementé. Cela s'explique probablement par le fait que les techniques utilisées dans les sociétés non cotées sont différentes. En tout état de cause, une partie de la réglementation relative notamment aux déclarations de franchissement de seuil n'est pas directement applicable à ces sociétés.

Pour autant, il ne serait pas inconcevable de réfléchir à terme à transposer la protection dont bénéficient les sociétés dont les titres sont admis sur un marché réglementé aux autres sociétés. Par exemple, bien que la réglementation en matière de transparence soit inapplicable à une société dont les titres ne sont pas admis sur un marché réglementé, il peut toutefois exister des clauses d'agrément destinées à préserver l'*intuitu personae* entre les actionnaires et ainsi éviter la prise de participation d'un concurrent. La présence d'actionnaires occultes contournant ces clauses d'agrément peut se rencontrer également. Mais il faut aussi relever que le juge n'est pas désarmé comme le montre la jurisprudence sur l'abus de minorité et de majorité qui montre que le droit de vote ne saurait être exercé de façon discrétionnaire. Les tribunaux tempèrent la liberté du vote par l'application de la notion d'abus de droit. Cela permet de sanctionner ainsi tout vote abusif, c'est-à-dire contraire à l'intérêt social et émis dans le seul et unique objectif de favoriser les membres de la majorité ou la minorité au détriment des autres actionnaires. Pour cela, il faut prouver l'intérêt personnel de l'actionnaire majoritaire ou du minoritaire mais également l'atteinte à l'intérêt social¹⁵⁸.

C) Les techniques concernées

Toutes les dérogations au principe une voix par action ne doivent pas être mises sur le même plan.

L'association des droits financiers et du droit de vote de l'actionnaire garantit qu'il n'utilisera pas son pouvoir dans un intérêt contraire à celui de la société. L'actionnaire

¹⁵⁸ Cass.3^e civ., 18 juin 1997, RJDA, 11/97, n° 1360.

subit financièrement les répercussions de son vote.

Dès lors, les atténuations au principe une action une voix ne peuvent pas être mises sur le même plan que les techniques permettant une dissociation complète entre le droit de voter et les droits financiers. Dans l'hypothèque d'une simple atténuation du principe une action une voix, l'actionnaire continue à subir les conséquences financières de ses décisions. Son intérêt demeure en principe le même que celui de la société. Ces techniques peuvent être écartées de la présente étude. En revanche, en cas de dissociation complète entre le droit de vote et les droits financiers, l'actionnaire peut être tenté de voter sans prendre en compte l'intérêt de la société.

Les atténuations du principe une action une voix présentent un risque déjà maîtrisé - Les atténuations du principe une action une voix sont diversement admises. Cette diversité se rencontre également à l'intérieur comme à l'extérieur de l'Union Européenne. La Commission européenne est à l'origine de la dernière étude d'ampleur sur ce sujet. Elle a conclu qu'il n'était pas nécessaire d'intervenir dans ce domaine. Au plan international, l'OCDE recommande principalement une meilleure transparence sur ces mécanismes sans prendre position sur le principe une action une voix.

Certes, il peut également exister un risque que l'actionnaire avantagé par ces techniques agisse dans un intérêt personnel. L'un des abus les plus connus est le vote dans les assemblées de la cible afin de faire remonter des dividendes sans se préoccuper réellement de ses besoins de financement. Dans le cadre notamment de LBO, l'actionnaire avantagé par ces techniques risque de voter en faveur de distributions de dividendes dans le but principal de rembourser les prêts souscrits par la holding d'acquisition. Cette préoccupation peut placer au second rang l'intérêt de la cible de mettre en réserve les bénéfices réalisés afin de financer son développement à moyen ou long terme.

Toutefois, ces techniques peuvent être écartées. La situation d'un actionnaire favorisé par ces mécanismes n'est pas radicalement différente de celle d'un actionnaire majoritaire disposant de la majorité requise pour imposer ses décisions en assemblée. La disproportion entre le droit de vote et les droits financiers n'influence pas directement les choix effectués en assemblée par l'actionnaire. Il appartient au droit des sociétés de prendre position sur les limites de tels mécanismes afin d'assurer notamment la protection des actionnaires minoritaires. Ces mécanismes souvent anciens sont bien connus dans les États membres et le législateur ou la jurisprudence ont su trouver un équilibre entre les intérêts en présence. De ce fait, l'opportunité d'une intervention au niveau communautaire ne s'impose pas avec la même évidence.

Finalement, les techniques portant seulement atteinte au principe une action un vote n'impliquent pas une intervention spécifique.

Les techniques permettant totalement de dissocier les droits financiers et le droit de vote présentent un nouveau risque - À la différence des techniques permettant seulement une dissociation entre le droit de vote et les droits financiers de l'actionnaire, les techniques permettant une dissociation totale de ces droits présentent un risque spécifique.

Identifier les techniques utilisées présente une difficulté particulière dès lors que l'objectif fréquemment recherché est de dissocier la qualité d'actionnaire sur le plan juridique tout en bénéficiant de ses prérogatives économiques.

Les techniques les plus directement concernées sont celles qui permettent une dissociation dans le temps des différentes prérogatives de l'actionnaire. Tel est le cas du prêt de titre, ou encore des options d'achat ou de vente.

Cependant des stratégies complexes peuvent être mise en place. Il n'est donc pas possible d'écarter des instruments dérivés se dénouant par des livraisons de numéraire.

Parallèlement, des mandats de vote en assemblée ou encore la « record date capture » qui sont de simples techniques de droit des sociétés peuvent être utilisées dans un tel objectif. Tel est le cas notamment des campagnes publiques destinées à se faire consentir des mandats de vote en assemblée dans un sens préalablement indiqué.

Une liste des principales techniques de couverture peut être dressée par référence à la directive MIFID. Une liste des principales techniques permettant d'occulter la qualité d'actionnaire peut être établie par référence à la directive transparence et OPA.

Section IV – Mesures préventives et répressives

Certaines mesures peuvent être mises en place afin de prévenir l'usage abusif du droit de vote par un actionnaire occulte (A). Ces mesures seront cependant insuffisantes, elles devront s'accompagner de véritables sanctions (B). La question du choix des sanctions et de leur efficacité n'est pas véritablement tranchée et mérite une réflexion plus approfondie (C).

A) Les mesures visant à prévenir l'usage abusif du droit de vote par un actionnaire occulte

L'usage abusif du droit de vote mettant en cause l'actionnaire occulte repose principalement sur la fraude consistant à se placer artificiellement en dessous d'un seuil. Il convient en conséquence principalement d'appréhender le franchissement d'un seuil sous l'angle de l'objet ou d'effet des techniques utilisées.

1) Renforcer la transparence.

La principale difficulté que pose l'actionnaire occulte est précisément que sa qualité n'est pas connue de la société cible et du public. La mesure qui s'impose à l'évidence est donc de l'obliger à révéler sa qualité dans un premier temps afin de le soumettre ensuite aux obligations qui résulte de sa participation occulte.

A cet égard, pour le calcul des seuils, principalement en matière de transparence, devrait être pris en compte les droits conférés par tout accord qui, quelle que soit sa forme, a pour objet ou pour effet, de voter dans une assemblée générale.

Par ailleurs, la technique à l'origine du franchissement de seuil devrait également faire l'objet d'une information.

Afin de prendre en compte notamment l'effet de levier procuré par les techniques à l'origine de l'usage abusif du droit de vote, un abaissement des seuils notamment des déclarations en application de la directive transparence a fréquemment été proposé et retenu.

La réglementation adoptée au Royaume Uni reprend ces principales caractéristiques.

2) Une information obligatoire de nature statutaire

La découverte des *empty voters* avant le vote peut s'avérer délicate, notamment parce qu'il est difficile de mesurer le niveau de risque encouru réellement par un investisseur. À cette fin, il convient d'envisager la validité des clauses insérées dans les statuts qui limiteraient le droit de vote des *empty voters*, clauses qui pourraient être modifiées par un juge en cas de grave déséquilibre entre les « insiders » et les « outsiders » ou encore entre l'ampleur de la privation des droits de vote et le nombre d'actions servant à l'*empty voting*. Il est possible d'imposer également une obligation de déclarer l'aliénation de titres de participation accompagnée d'une obligation de

rachat lorsque l'acquéreur des titres peut exercer le droit de vote.

Enfin, peut être envisagée une déclaration de l'acquisition ou d'aliénation de droits d'échange ou d'achat (en particulier d'options « *call* ») ou de droits d'aliénation (en particulier d'options « *put* »), mais aussi l'émission de droits d'échange ou d'acquisition (en particulier d'options « *call* ») ainsi que de droits d'aliénation (en particulier d'options « *put* »).

3) Identification des donneurs d'ordre et de l'intention en cas de prêt de titre

Il convient de faciliter l'identification des actionnaires afin de favoriser le dialogue entre les sociétés et les actionnaires, et de réduire ainsi le risque d'abus liés aux *empty voting*.

Les prêteurs de titres devraient en effet s'assurer de l'identité des cessionnaires. Les législations nationales proposent des solutions variées quant à la possibilité pour les émetteurs de connaître l'identité des actionnaires qui les détiennent. En France, par exemple, l'article L.228-2 du Code de commerce permet aux sociétés cotées d'obtenir des intermédiaires habilités l'identité des détenteurs de leurs titres, cette possibilité n'est cependant pas encore généralisée en Europe.

Pour pallier cette difficulté, les dispositions sur les franchissements de seuils prévues par la directive transparence du 15 décembre 2004 pourraient à ce titre apporter quelques solutions ponctuelles. La principale difficulté demeure cependant la divergence de transposition dans la législation de chaque État, ce qui réduit l'efficacité d'un texte destiné à garantir une certaine harmonisation en la matière.

Outre la question de l'identification des actionnaires, le problème des intentions de vote est tout aussi crucial. Les auteurs déplorent en effet des prêts trop intermédiés où les titres finissent par arriver entre de mauvaises mains : les titres ne seraient prêtés qu'à la condition qu'ils ne servent pas à de l'*empty voting* nocif pour la société. En France, les sociétés de gestion de portefeuille se voient déjà imposer l'obligation de publier leur politique de vote ainsi qu'un rapport sur la mise en œuvre de cette politique. Il est possible d'envisager une extension de cette obligation à l'ensemble des investisseurs institutionnels.

4) Une meilleure transparence en cas d'OPA

Il est peut être envisagé de rendre obligatoire la déclaration des opérations donnant droit directement ou indirectement à 1% des titres de l'offreur ou de la cible d'une offre publique, mettant ainsi produits dérivés et actions ordinaires sur le même plan.

5) Diminuer le délai entre la « record date » et la tenue de l'assemblée générale

Il faudrait envisager de diminuer le délai entre la « record date » et la tenue de l'assemblée générale afin de limiter la marge de manœuvre des *empty voters*. La « record date » est la date à laquelle on constate les stocks sur les comptes titres des

détenteurs : il faut être effectivement propriétaire des titres (instructions d'achat dénouées) à cette date pour avoir droit de prendre part au vote à l'assemblée qui va se tenir. Le système dit de la « record date » a été introduit dans les Etats membres via une modification de la 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.

En application de ce système, il est justifié du droit de participer aux assemblées au troisième jour ouvré les précédant et il est désormais possible pour l'actionnaire de céder à tout moment tout ou partie de ses actions, les cessions ou opérations intervenant après la date d'enregistrement n'étant pas prises en compte par la société. La technique dite de la « record date capture » consiste alors à emprunter des titres juste avant la « record date », à se faire enregistrer comme votant au jour de la « record date » et à rétrocéder les titres immédiatement après.

6) Réglementer les conflits d'intérêt lors des campagnes d'appel à mandat

La directive 2007/36 établit une réglementation des campagnes d'appel à mandat. Toutefois, il serait probablement opportun que les mesures visant à lutter contre les conflits d'intérêts ne soient pas une simple faculté ouverte aux Etats Membres mais une obligation s'imposant à eux.

Pour l'instant toutefois, les difficultés soulevées par ces questions sont peu nombreuses et paraissent correctement traitées par les mesures de transposition de la directive 2007/36.

7) Le transfert automatique des droits de vote ou sa privation

Les opérations de prêts de titre à court terme et plus généralement les techniques décrites à l'approche d'une assemblée générale pourraient être neutralisées concernant leurs effets sur le droit de vote de l'actionnaire. Le droit de vote devrait être conservé par le prêteur ou encore transféré selon les cas afin de tenir en échec des opérations à court terme en période d'assemblée qui seraient exclusivement dictées par la volonté de permettre un vote vide.

D'autres mesures, moins contraignantes, pourraient à défaut être envisagées tel que : une information, dans le contrat de prêt, sur les effets du prêt-emprunt en termes de droits de vote ; le consentement exprès du prêteur dans le cadre d'une convention conclue avec l'intermédiaire financier ou encore le rapatriement de titres équivalents à première demande du prêteur.

8) Réglementation du prêt de titre concernant les droits de vote permettant de réunifier la détention d'action et le risque capitalistique encouru

Il pourrait être prévu qu'il appartient au seul prêteur d'exercer les droits de vote attachés aux actions prêtées, soit en introduisant une dissociation entre propriété des titres et exercice du droit de vote, soit en imposant à l'emprunteur de donner au

prêteur un mandat de vote.

Ainsi le droit de vote serait réunifié avec la détention d'actions et le risque capitalistique encouru. Faute de rapatriement, il y aurait une privation des droits de vote pour les actions qui seraient restées entre les mains de l'emprunteur et ce, au-dessus d'un seuil qui serait à déterminer entre 1 et 3%. Il pourrait y être ajouté des sanctions de type pécuniaire ou encore la mise sous séquestre des actions de l'emprunteur en cas de vote de sa part, et ce par décision judiciaire.

B) Les mesures répressives : des faisceaux d'indices à l'appréciation du juge

Toute réglementation reposant sur le franchissement d'un seuil en capital et/ou en droits de vote doit prévenir le risque de fraude résultant de la dissimulation de l'actionnaire.

Il faut assimiler à un actionnaire ceux qui, par l'effet des techniques utilisées, se retrouvent dans une situation similaire.

Toute exigence strictement juridique telle que l'existence d'un « accord » favorise l'utilisation abusive ou frauduleuse des techniques de *decoupling*.

Il serait donc préférable de se référer à l'objet et/ou l'effet des accords qui, quel qu'en soit la forme, confrère directement ou indirectement à une personne le droit de voter dans l'assemblée générale de la cible.

Il ne peut en être ainsi qu'à la condition de ne pas perdre de vue que seul le juge est en mesure d'apprécier au moyen d'un faisceau d'indices les hypothèses d'*hidden ownership* ou d'*empty voting* pouvant être qualifiées de fraude ou d'abus de droit.

La réglementation ne peut ici enfermer son pouvoir d'appréciation dans un cadre juridique nécessairement inadapté. Une appréciation *in concreto* s'impose.

1) L'opacité

Le caractère opaque de la technique de l'*empty voting* est l'une de ses caractéristiques, car elle est susceptible de perturber le marché. Nous avons déjà indiqué que la déconnexion entre la propriété économique et le risque économique ne rendait pas en soi cette technique suspecte. C'est, en réalité, l'opacité qui l'entoure qui la rend d'autant plus inquiétante. Sa grande force réside en effet bien souvent dans l'effet de surprise : l'irruption d'un fonds d'investissement dans une assemblée d'actionnaires avec un fort pourcentage de droits de vote qui vient bouleverser une situation que le marché croyait acquise et qui entraîne une perturbation du cours qui lui est d'autant plus profitable que l'ampleur est importante.

L'*empty voter* n'a en effet aucune volonté d'être connu par avance car cela pourrait entraîner des résistances qui relèveraient le coût de son vote. Si les actionnaires apprennent, quelques jours avant l'assemblée, que l'un d'eux a passé des contrats de *swaps* afin de supprimer le risque économique lié à une baisse de l'action, il y a fort à

parier qu'il va voter dans un sens qui va contrarier le cours du titre et les actionnaires auront tout à gagner à le contrer. L'*empty voter* a donc tout intérêt à faire jouer l'effet de surprise, avec peu de votants tant la situation semble acquise, pour maintenir des coûts d'*empty voting* peu élevés.

C'est donc la réunion des éléments qui permettent de conserver cet effet de surprise qui caractérise cette technique. L'*empty voter* use de tous les stratagèmes possibles pour manœuvrer dans la discrétion jusqu'au vote en assemblée générale. S'il n'est pas aisé d'établir des critères pour détecter précisément cette pratique tant les techniques utilisées sont variées, la réunion de quelques éléments doit normalement alerter la société qui n'est pas toujours armée pour faire face à ce problème. Outre le résultat final du vote, ce sont donc essentiellement un ensemble d'indices qui permettent de distinguer le bon *empty voting* du mauvais.

2) La proximité de la date l'assemblée générale

L'acquisition de titres juste avant la date limite peut être un élément important à prendre en compte. La « record date » est la date à laquelle on constate les stocks sur les comptes titres des détenteurs : il faut être effectivement propriétaire des titres (instructions d'achat dénouées) à cette date pour avoir droit de prendre part au vote à l'assemblée qui va se tenir. La technique dite de la « record date capture » consiste alors à emprunter des titres juste avant la « record date », à se faire enregistrer comme votant au jour de la « record date » et à rétrocéder les titres immédiatement après.

3) L'utilisation de techniques de couverture contre l'aléa économique

L'*empty voter* cherche la plupart du temps à se couvrir contre l'aléa économique grâce au *swap* ou aux dérivés du crédit. En effet, les *swaps* et les dérivés du crédit sont deux catégories spécifiques d'instruments financiers à terme qui visent à assurer à l'une au moins des parties la couverture d'un risque découlant d'une opération de financement. L'objectif de couverture est ici indissociable de leur utilisation dans une démarche spéculative¹⁵⁹. Le *swap* est un contrat par lequel les parties s'échangent le plus souvent des flux d'intérêts ou des devises selon un échéancier déterminé. Ce contrat peut également permettre d'échanger un risque relatif à des actions en contrepartie d'un risque relative à des taux d'intérêt ou obligation.

Quant aux dérivés du crédit, il s'agit d'instrument à terme permettant de transférer, en vertu, d'un contrat à titre onéreux, un risque inhérent à une créance sans transmission de ladite créance¹⁶⁰. A cet effet, le dérivé de rendement total ou *total return swaps* est souvent utilisé dans les cas constatés d'*empty voting*¹⁶¹, car il permet d'échanger les

¹⁵⁹ A.Couret, H.Le Nabasque, M.-L.Coquelet, T.Granier, D.Poracchia, A.Raynouard, A.Reygrobellel, D.Robine, Droit financier, 2^e éd., Dalloz, 2012, p.797.

¹⁶⁰ Idem, p.814.

¹⁶¹ Cet instrument a été utilisé dans l'affaire Wendel pour contourner les obligations en matière de franchissement de seuil, V.H.Le Nabasque, « Total return swap : l'obsession du numérateur », Rev.sociétés, 2011, p.212.

revenus et le risque d'évolution de la valeur de deux actifs différents pendant une période de temps donnée. Pour schématiser, l'acheteur de protection s'engage à transférer, au vendeur de protection, l'intégralité des revenus générés par l'actif sous-jacent pendant une période déterminée. En contrepartie, le vendeur de protection s'oblige en cas de dépréciation de l'actif à verser à l'acheteur de protection une compensation couvrant l'étendue de la moins-value. Ainsi l'acheteur de couverture n'a plus d'exposition économique lié à l'actif sous-jacent. L'utilisation de ces instruments de couverture est donc un moyen efficace de dissociation de la propriété juridique et de la propriété économique de l'actif sous-jacent.

4) La durée du mécanisme utilisé

L'*empty voter* a pour principal objectif de voter à l'assemblée générale, il va donc utiliser des instruments financiers qui lui permettent de conserver temporairement les titres. Généralement, il va utiliser, pour ce faire, la technique du prêt de titres qui lui permet de devenir pleinement propriétaire de ces titres dès leur remise. La technique du prêt de titres mène toutefois à un transfert temporaire de la propriété, car elle s'effectue en deux temps : un premier transfert des titres du prêteur vers l'emprunteur et un second de l'emprunteur vers le prêteur. L'utilisation de cet instrument est parfaitement valable mais certains garde-fous ont été imposés par la loi pour éviter l'effet de surprise au moment du vote.

5) L'activité professionnelle de l'opérateur concerné

Comme il a été indiqué ci-dessus, la présence d'un actionnaire activiste peut être un indice mais seulement secondaire.

C - Les sanctions

Outre d'éventuelles sanctions pénales et/ou administrative, il est possible de sanctionner le manquement à une obligation d'information en privant les actions concernées du droit de vote pour l'assemblée générale concernée et pour toute assemblée qui se tiendrait jusqu'à la revente ou la restitution des titres. Elles ne peuvent également ne pas être comptées dans le quorum. En outre, les délibérations prises par l'assemblée générale prenant en compte les actions privées du droit de vote pourraient être annulées sous réserve de laisser un large pouvoir d'appréciation au juge en raison de l'insécurité juridique résultant d'une telle décision.

La privation des droits de vote pour les actions en cause n'est pas contestée par les personnes interrogées dans la présente enquête. Elles soutiennent cependant un renforcement de cette sanction par une mesure complémentaire : la privation des dividendes.

Cette mesure complémentaire rendrait la sanction plus contraignante pour l'opérateur. La suspension judiciaire des droits de vote pour une durée ne pouvant excéder 5 ans peut également être prononcée par le tribunal de commerce, après avoir entendu le ministère public, sur demande du représentant de la société, de l'AMF ou d'un

actionnaire à l'encontre d'un actionnaire qui n'aurait pas procédé à l'information visée ci-dessus. La sanction est théoriquement encourue même si l'actionnaire n'a pas exercé les droits de vote des actions concernées.

Ainsi constate-t-on que les récentes réflexions sur les dangers de « *l'empty voting* » ont abouti sur une simple obligation de transparence qui laisse cette pratique intacte, mais devient une pratique encadrée.

Conclusion – Le *decoupling* ne peut être enfermé dans une catégorie juridique nommée par le législateur. Aucune des législations étudiées n'est parvenue à donner une définition pertinente de cette pratique. En réalité, le système juridique dispose cependant déjà des moyens permettant de lutter efficacement contre une telle pratique grâce aux notions d'abus de droit et de fraude. Il ne peut en être ainsi qu'à condition de laisser au juge ou à l'autorité de marché un large pouvoir d'appréciation lui permettant de rechercher *in concreto* au moyen de faisceaux d'indices si en l'espèce, la fraude ou l'abus de droit est bien le seul objectif poursuivi. Renforcer le pouvoir du juge, en particulier au regard des sanctions, tout en lui laissant un large pouvoir d'appréciation, éventuellement guidé par un faisceau d'indices paraît le seul moyen d'appréhender le phénomène économique.

Cette conclusion rejoint l'opinion des personnes interrogées lors de l'enquête : elles sont majoritairement défavorable à l'inflation de la réglementation financière qui de surcroît ne parvient pas ni à devancer l'imagination de la pratique ni à distinguer les techniques *decoupling* licites de celles devant être sanctionnées car contournant des dispositions impératives.

Finalement, les techniques de financement ne remettent en cause les concepts du droit des sociétés que lorsque le législateur tente d'apporter directement une réponse aux innovations de la pratique. Cette course est perdue d'avance. Les principes généraux du droit et la sagesse des magistrats sont probablement les meilleures armes pour permettre au système juridique et au droit des sociétés de réguler les nouvelles techniques de financement.

Annexe : Bibliographie

I - Ouvrages de droit bancaire et droit financier

- Th. Bonneau, Droit bancaire, 9^{ème} éd., Montchrestien, 2011
- Th. Bonneau, F. Drummond, Droit des marchés financiers, 3^{ème} éd., Economica, 2010
- A. Couret, H. Le Nabasque, M.-L. Coquelet, T. Granier, D. Poracchia, A. Raynouard, A. Reygrobellet et D. Robine, Droit financier, 2^e éd., 2012, Dalloz
- J. Devèze, A. Couret, G. Hirigoyen et *alii*, Lamy Droit du financement, 2011

II - Ouvrages en droit des sociétés

- M. Cozian, A. Viandier, F. DEBOISSY, Droit des sociétés, 24^{ème} éd., Lexisnexis, 2011
- B. Dondero, P. Le Cannu, Droit des sociétés, 3^{ème} éd., Montchrestien, 2009
- M. Germain, V. Magnier, Traité de droit commercial - Les sociétés commerciales, 19^{ème} éd., Tome I - Volume 12, LGDJ, 2009
- M. Menjucq, Droit international et européen des sociétés, 3^{ème} éd., Montchrestien, 2011

III - Rapports officiels

- Y. Mansion, Pour l'amélioration de l'exercice des droits de vote des actionnaires en France, AMF, septembre 2005
- Y. Mansion, Rapport sur les opérations de prêt emprunt de titres en période d'assemblée générale d'actionnaires, AMF, janvier 2008
- OCDE, Corporate Governance and the Financial Crisis : Key Findings and Main Messages, juin 2009

IV - Articles en français

- F. Auckenthaler, Instruments financiers à terme, JurisClasseur Banque, Fasc. 2050, 2009
- J.-F. Biard, « Ordonnance n°2009-105 du 30 janvier 2009 », Revue de Droit bancaire et financier, n°2, mars 2009, comm. 73
- J.-F., Biard, « Projet de loi de régulation bancaire et financière », Revue de Droit bancaire et financier n°2, mars 2010, comm. 73
- H. Blanc-Jouvan et M.-F. Rautou, « Instruments financiers à terme et obligations déclaratives au titre de l'article L.233-11 du Code de commerce », RTDF n°1/2, 2009

Th. Bonneau, Les apports de la loi numéro 2010-1249 du 22 octobre 2010 au secteur financier ; note sous loi numéro 2010-1249 du 22 octobre 2010 de régulation bancaire et financière, Droit des sociétés, 2011, n° 1, p.7

Th. Bonneau, « Les prises de contrôle rampantes rattrapées par l'article 223-6 du règlement général de l'AMF », Bull. Joly Bourse, n°4, 1^{er} avril 2011

A. Caillemer du Ferrage, « Franchissements de seuils et publicité des pactes d'actionnaires », Colloque « Le droit face à la finance moderne : adaptation, inadaptation ? », Revue de Droit bancaire et financier, janv.-fév. 2009, étude 7

P.-H. Conac, « Le nouveau régime des franchissements de seuils issu de l'ordonnance n°2009-105 du 30 janvier 2009 et du Règlement général de l'AMF », Revue des sociétés, 2009

P.-H. Conac, « Rapport sur Views on the issue of transparency of holdings of cash-settled derivatives par l'ESME », Revue des sociétés, 2010

P.-H. Conac, « Proposition de loi tendant à améliorer l'information du marché financier en matière de franchissements de seuils en droit boursier », Revue des sociétés, 2011

Ch. Clerc, Prêts de titres et opérations assimilées : la question du vote vide, Revue trimestrielle de droit financier, n° 5, 2008, p.12

S. Darioseq et F.Martin Laprade, « LVMH/Hermès : quelle réglementation pour quelle transparence ? », Bull. Joly Boursen°2, 1^{er} février 2011

H. Fleischer et K.Deckert, « La réforme de la directive transparence : harmonisation minimale ou pleine harmonisation des règles relatives aux déclarations de franchissement de seuils ? », RTDFn°1/2, 2011

F. Funck-Brentano et A.Mason, « La dérive des produits dérivés – Considérations pratiques sur les produits dérivés et les franchissements de seuils », RTDFn°1/2, 2009

A. Gaudemet, « L'irruption de LVMH dans le capital d'Hermès », Recueil Dalloz, 2010

A. Gaudemet, « Affaire Wendel / Saint-Gobain : un parfum de LVMH ? », Recueil Dalloz, 2011

P. Gissinger, « Conclusion », Colloque « Le droit face à la finance moderne : adaptation, inadaptation ? », Revue de Droit bancaire et financier, janv.-fév. 2009, étude 9

F. Grillier et H. Segain., « Franchissements de seuils : Réglementation applicable et évolutions souhaitables », RTDFn°4, 2007

C. Goyet, « Dérivés d'actions, fraudes à la réglementation boursière et action de concert », août 2009, in Les défis actuels du droit financier, COURET A. et MALECKI C., Ed. Joly, Pratique des Affaires, juin 2010

B. Le Bars, M. Thouch, La lutte contre le "vote fantôme" (shadow voting) : la

solution n'est peut être pas réglementaire, Actes pratiques et ingénierie sociétaire, 2008, n° 102, p.34

H. Le Nabasque, Commentaire des principales dispositions de la loi de régulation bancaire et financière du 22 octobre 2010 intéressant le droit des sociétés et le droit financier, Revue des sociétés, 2010, n° 10, p.547

H, Le Nabasque, *L'empty voting* est à l'ordre du jour, Revue de droit bancaire et financier, 2010, n° 3, p.1

H, Le Nabasque, « Total return swap : l'obsession du numérateur », Revue des sociétés, 2011

H, Le Nabasque, « La mort – annoncée – des equity swaps ? », Droit des sociétés n°1, janvier 2012

C. Maison-Blanche et D. Lecat, « Essai de synthèse sur les sanctions en cas de violation de l'obligation de déclaration des franchissements de seuils dans le capital et les droits de vote des sociétés dont les actions sont admises sur un marché réglementé », RTDFn°3, 2007

F. Martin Laprade, « Droit de vote, concert, dérivés et franchissements de seuils », RTDFn°4, 2011

F. Martin Laprade, « Commentaires sur la proposition de loi du sénateur Marini incluant les equity swaps dans le calcul des franchissements de seuil », Bull. Joly Sociétés, 1e octobre 2011, n°10

F. Martin Laprade, « Eclairage – Franchissements de seuil : plaidoyer en faveur d'une véritable réforme », Bull. Joly Sociétés, 1e déc. 2011, n°12

A. Mason, Flandin G. et Bauquis S., « Des récentes affaires impliquant l'usage des dérivés actions », RTDFn°3, 2011

R. Mortier, « Affaire Wendel : rupture du charme des Total Return Swaps(TRS) », Droit des sociétés, n°6, juin 2011, comm. 114

D. Ohl, « L'utilisation de dérivés formés sur des actions pour prendre le contrôle d'une société cotée », Bull. Joly Bourse, n°4, 1e juil. 2009

A. Omaggio, « Ordonnance du 30 janvier 2009 : regard critique sur la réforme relative aux déclarations de franchissement de seuils et aux déclarations d'intentions », Droit des sociétés, n°4, avril 2009, prat. 4

A. Omaggio, Transposition de la Directive relative aux droits des actionnaires de sociétés cotées, JCP, G, 2011, 190

S. Plais, Franchissement de seuils et intérêts économiques - Pourquoi l'information séparée s'avère plus pertinente que l'assimilation, Banque et droit, 2010, n° 130, p.15

- F. Peltier et C. Maison-Blanche, « Déclarations de franchissement de seuils – La solution française en matière de transparence sur la détention de contrats financiers dérivés », JCP E, n°20, 14 mai 2009, n°1509
- A. Pietrancosta, « Transparence des positions en dérivés actions : un modèle français ? », RTDFn°1/2, 2011
- S. Plais, « Franchissement de seuils : doit-on prendre en compte les ‘intérêts économiques’ ? », Mélanges AEDBF, n°V, 1^e déc. 2008
- H. Synvet, « Introduction », Colloque « Le droit face à la finance moderne : adaptation, inadapation ? », Revue de Droit bancaire et financier, janv.-fév. 2009, étude 3
- S. Torck, « Manquement à l’obligation de publier une information privilégiée et fraude à la loi », Revue de Droit bancaire et financier, mars-avril 2011
- S. Torck, « Proposition de loi sénatoriale tendant à adapter le dispositif sur les déclarations de franchissements de seuils : le Rubicon sera-t-il franchi ? », Bull. Joly Bourse, 1^{er} nov. 2011, n°11
- S. Torck, « Vents de réforme sur le régime des déclarations de franchissements de seuils », Droit des sociétés, février 2012
- S. Torck, « Aspects de droit des marchés financiers de la loi du 22 mars 2012 relative à la simplification du droit et à l’allègement des démarches administratives », Droit des sociétés, mai 2012
- M. Thouch, Le contrôle des droits de vote dans les sociétés cotées, Revue de droit bancaire et financier, juillet-août 2007, p 50
- M. Thouch, T. Amico, *L’empty voting*, Revue de droit bancaire et financier, 2008, n° 5, p.7
- H. de Vauplane, « La prise en compte des ‘intérêts économiques’ dans l’utilisation des droits de vote », Revue Banque, n°701, avril 2008
- H. de Vauplane, « Les fondements de la réglementation sont-ils encore pertinents ? », Revue Banque, n°717, oct. 2009
- 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 », JCP En°11, 12 mars 2009, n°1248
- C. Uzan, Transparence et opérations financières : le suivi du contrôle dans les sociétés cotées ?, Revue de l’autorité des marchés financiers (AMF), 2008, n° 52, p.25
- B. Zabala, Action de concert et transparence pré-assemblées générales : les nouveaux équilibres actionnariaux sous l’œil du législateur et de la Cour de cassation, RLDA, 2011, n° 60, p.110

V - Articles en anglais

F. Annunziata, A brief analysis on the new regulation of "potential holdings" : toward what kinds of disclosure ?, *Revue trimestrielle de droit financier*, 2011, p.50

J. Cohen, Negative voting : why it destroys shareholder value and a proposal to prevent it, *Harvard Journal on Legislation*, Hiver 2008, vol. 45, p.237

S. Grossman, O. Hart, One share one vote and the market for corporate control, *Journal of Financial Economics*, n° 20, 1988, p.175

M. Harris et A. Raviv, Corporate governance : voting rights and majority rules, *Journal of Financial Economics*, n° 20, 1988, p. 203

Henry T.C. HU, B. Black, *Empty voting* and Hidden (Morphable) Ownership : Taxonomy, Implications and Reforms, *Business Lawyer*, May 2006

Henry T.C. HU, B. Black, *Hedge funds*, Insiders and the *Decoupling* of Economic and Voting Ownership : *Empty voting* and Hidden (Morphable) Ownership, *European Corporate Governance Institute*, Finance Working Paper n° 56/2006

Henry T.C. HU, B. Black, The New Vote Buying: *Empty voting* and Hidden (Morphable) Ownership, *Southern California Law Review*, 2006, vol. 79, n° 4, p. 811

Henry T.C. HU, B. Black, Equity and debt *decoupling* and *empty voting* II: Importance and Extensions, *University of Pennsylvania Law Review*, Vol. 156, n°3, 2008, p. 624

Henry T.C. HU, B. Black, *Options, Futures, and Other Derivates*, Prentice Hall, 2002

R.S. Karmel, Voting Power Without Responsibility or Risk - How Should Proxy Reform Address the *Decoupling* of Economic and Voting Rights?, *Villanova Law Review*, Vol. 55, 2010, Brooklyn Law School, Legal Studies Paper, n° 146

M. Lee, *Empty voting* : private solution to a private problem, *Columbia Business Law Review*, n° 3, 2007

A. Monga, Using derivatives to manipulate the market for corporate control, *Stanford Journal of Law, Business and Finance*, octobre, 2006

Ch. Nathan, *Empty voting* and other fault lines undermining shareholder democracy: the new hunting ground for *hedge funds*, *Corporate Governance advisor*, Jan. 2007, p. 1.

T. Powdrill, Corporate Governance agencies : the needs for transparent voting decisions, *Responsible investor*, February 18, 2010

- U. Rodrigues, Corporate Governance in an Age of Separation of Ownership from Ownership, January 2011, *Minnesota Law Review*

VI - Presse financière

WG Ringe, '*Empty voting* Revisited: The Telus Saga' (2013) 28 *Journal of International Banking and Financial Law* 154

James McRitchi, *Empty voting*: Empty Promises, 5 décembre 2012, corporate governance
Nouvelles règles de franchissements de seuil, une aubaine pour la transparence, P.Besse-

Boumard, La Tribune, 21 novembre 2012

Empty voting' clouds shareholder rights law, 14 novembre 2012, Financial Post

Telus case shows more disclosure needed for '*empty voting*', 15 octobre 2012, the Globe and Mail

June Rhee, *Hedge funds and Risk-Decoupling - The Empty voting Problem in the EU*, 30 septembre 2012, <http://blogs.law.harvard.edu>

TELUS *Empty voting* Decision, 14 septembre 2012, Davies

J. Melnitzer, B.C. Supreme Court trashes hedge fund's *empty voting*, Financial Post, 14 septembre 2012

After Telus, *empty voting* debate to linger, 12 septembre 2012, The Globe and Mail

Dan McCrum, Telus axes plan to merge dual shares, Financial Times, 9 mai 2012

Enquiry starting into '*empty voting*', Financial Times, 25 septembre 2011

K Jaffari and W Deeney, 'One Share, One Vote? Not Necessarily: Manipulation of the SEC Proxy System to Effect *Empty voting*', The Legal Intelligencer 25 February 2011, 7.

Stephen Taub, SEC to adress *Empty voting*, 27 juillet 2010, Institutional Investor

SEC delves into proxy plumbing The Wall Street Journal, 15 juillet 2010

London *hedge funds* planning first voluntary code of conduct, Financial Times, 11 octobre 2007

'Vote-buying' controversy rumbles on, Financial Times, 13 septembre 2009

UK draws up code for *hedge funds*, Financial Times, 11 octobre 2007

Hedge funds tackle threat of heavier regulation, Financial Times, 10 octobre 2007

Talking Head: Spectre of *empty voting* is 'far from reality, Financial Times, 2 avril 2007

SEC to take up shareholder access debate, Financial Times, 23 janvier 2007

Concern in US over '*empty voting*', Financial Times, 6 octobre 2006

VII - Codes de bonnes conduites et recommandations

Livre vert Le cadre de la gouvernance d'entreprise dans l'Union européenne, COM(2011)164 final

EcoDa, Corporate Governance Guidance and Principles for Unlisted Companies in Europe, mars 2010

European Banking Authority, Guidelines on Internal Governance, 27 septembre 2011

OCDE, Principles of Corporate Governance, 2004.

1 - Allemagne

Government Commission, German Corporate Governance Code, amendé le 15 mai 2012.
German Working Group on Corporate Governance for Asset Managers, Corporate Governance Code for Asset Management Companies, avril 2005.

2 - Autriche

Austrian Working Group on Corporate Governance, Austrian Code of Corporate Governance, janvier 2010.

3 - Belgique

Code belge de la gouvernance d'entreprise, 12 mars 2009.

Corporate Governance Committee for non-listed companies, Buysse Code II – Recommendations for non-listed enterprises, 2009.

4 - Bulgarie

Task Force", Bulgarian National Code for Corporate Governance, October 2007.

5 -Canada

Corporate Governance: Guide to Good Disclosure, janvier 2006

6 - Chypre

Council of the Cyprus Stock Exchange, Corporate Governance Code, septembre 2012.

7 - Danemark

Committee on Corporate Governance, Recommendations on Corporate Governance, août 2011.

8 - Espagne

Spanish Securities and Exchange Commission, Report of the Special working group on the Good governance of listed companies, 19 mai 2006.

Spanish Association of Investment and Pension Funds, Advertising Code of conduct, 1998.

9 - Estonie

Financial Supervision Authority, Tallin Stock Exchange, Corporate Governance

10 - Finlande

Securities Market Association, Finnish Corporate Governance Code, 15 juin 2010.

11 - France

Association française de gestion financière, Recommandations sur le gouvernement d'entreprise, 2011.

AMF, Recommandation AMF sur le gouvernement d'entreprise et la rémunération des dirigeants des sociétés se référant au code AFEP/MEDEF, février 2012.

MiddleNext, Code de gouvernement d'entreprise pour les valeurs moyennes et petites, décembre 2009.

12 - Grèce

Hellenic Federation of Enterprises, Corporate Governance Code for Listed Companies, mars 2011

13 - Hongrie

Corporate Governance Committee of the Budapest Stock Exchange Company Limited by Shares, Corporate Governance Recommendations, 11 mars 2008.

14 - Italie

Corporate Governance Committee, Corporate Governance Code, décembre 2011.

15 - Luxembourg

Bourse de Luxembourg, The Ten Principles of Corporate Governance of the Luxembourg

Stock Exchange, 1 octobre 2009

Association of the Luxembourg Fund Industry, Code of Conduct for Luxembourg Investment Funds, septembre 2009

The Luxembourg Bankers' Association, Code of conduct, 7 mai 2009

16 - Pays-Bas

Corporate Governance Committee, The Dutch Corporate Governance Code, décembre 2008.

Dutch Banking Association, Banking Code, septembre 2009

17 - Pologne

Warsaw Stock Exchange, Code of Best Practice for WSE Listed Companies, 18 octobre 2011.

Chamber of Fund and Asset Management, Pension Funds' of Chamber of Commerce, Code of Good Practices of Institutional Investors, 24 octobre 2006.

18 - Portugal

Comissão do Mercado de Valores Mobiliários, Consolidation of the Legal Framework and Corporate Governance Code, 2010.

18 - Royaume-Uni

Financial Reporting Council, UK Corporate Governance Code, 28 septembre 2012

Hedge Fund Standards, 16 février 2012

Financial Services Authority, Listing Rules, January 2012.

National Association of Pension Funds, Corporate Governance Policy and Voting Guidelines, novembre 2011.

ICGN Securities Lending Code of Best Practice, 2007

ISLA Securities Lending and Corporate Governance, 2005

20 - Suède

Swedish Corporate Governance Board, Swedish Securities Council, The Swedish Code of Corporate Governance, février 2010

21 - USA

Report of the New York Stock Exchange Commission on Corporate Governance 23 septembre 2010

The American Federation of Labor and Congress of Industrial Organizations (AFL-CIO) Voting Guidelines, 2012

Key Agreed Principles to Strengthen Corporate Governance for U.S. Publicly Traded Companies 16 octobre 2008

TIAA-CREF Policy Statement on Corporate Governance, 13 mars 2007

American Law Institute (ALI), Principles of Corporate Governance:

Annexe - Listes des cas d'*empty voting*

Date	Société visée par l'<i>empty voting</i>	Pays	Empty voter	Technique utilisée
1988	MacMillan	Royaume-Uni	MacMillan	Plan d'actionnariat réservé aux employés (ESOP)
1988	Polaroid	Etats-Unis	Polaroid	Plan d'actionnariat réservé aux employés (ESOP)
1989	Dunkin Donuts	Etats-Unis	Dunkin Donuts	Plan d'actionnariat réservé aux employés (ESOP)
1991	NCR	Etats-Unis	NCR	Plan d'actionnariat réservé aux employés (ESOP)
1994	UBS	Suisse	UBS	Emprunt de titre, contrats à terme
1999	Gucci	Pays-Bas	Gucci	Plan d'actionnariat réservé aux employés (ESOP)
2001	Telecom Italia	Italie	inconnu	Emprunt de titres
2002	British Land	Royaume-Uni	Laxey Partners (hedge fund)	Emprunt de titres
2002	Quanta Services	Etats-Unis	Quanta Services	Plan d'actionnariat réservé aux employé (ESOP)
2002	Coles Myer	Australie	Solomon Lew (<i>proxy fight</i>)	Options
2002	Hewlett-Packard	Etats-Unis	Actionnaires de Compaq (cible d'une offre de la part d'HP)	Achat d'action de la cible (Compaq)
2002	P&O Princess	Royaume-Uni	Investisseurs en faveur de l'offre de Carnival sur P&O	Emprunt de titres
2004	New corp.	Etats-Unis & Australie	Liberty Media	Contrat à terme (forward contract)
2004	Disney	Etats-Unis	Broker	Vote par le teneur de compte
2004	MONY Group	Etats-Unis	Souscripteurs et vendeurs à découvert d'OBSA émis par AXA	OBSA émis par AXA
2004	Mylan Laboratories	Etats-Unis	Perry Corp (hedge fund)	Swap d'actions (equity swap)
2005	Mylan Laboratories	Etats-Unis	Citadel (hedge fund possible)	inconnu
2005	Deutsch Boers	Allemagne	Hedge fund	Vente à découvert des titres de la cible de l'offre
2005	Exar	Etats-Unis	GWA Investments (<i>Hedge funds</i>)	Vente à découvert

2005	FIAT	Italie	Exor Group SA	equity swaps
2006	Henderson investment	Hong Kong	<i>Hedge funds</i>	Emprunt de titres - vente à découvert (short sale)
2006	Sears Canada	Canada	Hedge fund (Bill Ackman) & Scotiabank	Swap d'actions (equity swaps)
2006	Telent PLG	Royaume-Uni	Hedge fund (Polygon)	Emprunt de titres + swaps d'actions
2006	Arcelor	Luxembourg	Hedge fund	Inconnu
2006	Linder Holding KGaA	Allemagne	Linder Holding GmbH	Emprunt de titres
2006	EADS	France & Allemagne	Lagardère	OBSA
2007	M-Flex	Etats-Unis & Singapour	Stark (Hedge fund)	Swap d'actions (equity swaps)
2007	US Global Investors	Etats-Unis	<i>Hedge funds</i>	Swap d'actions (equity swap)
2007	Saint-Gobain	France	Wendel	Total return swaps
2007	CSX corp.	Etats-Unis	TCI (Hedge fund)	Equity swaps
2007	Vivendi Universal	France	Alexandre Vik	Emprunt de titres
2007	CVS Caremark	Etats-Unis	Broker	Vote par le teneur de compte
2008	Continental	Allemagne	Groupe Schaeffer	Total return equity swap/ equity swap à dénouement physique
2008	Volkswagen	Allemagne	Porsche	Options à dénouement numéraire
2010	Hermès	France	LVMH	Equity swaps
2012	Telus corporation	Canada	Mason capital	Prêt de titres

Annexe - Liste des sociétés contactées

I - Sociétés cotées

Accor
Air liquide
Alcatel Lucent
Alstom
Arcelor
Axa
BNP/cetelem
Bouygues
Crédit agricole
Danone
EADS
EDF
Essilor
Orange
GDF Suez
L'Oréal
Lafarge
Legrand
LVMH
Michelin
Michelin
Pernod ricard
Peugeot
Renault
Saint-Gobain
Schneider electric
Société Générale
Technip
Vallourec
Veolia
Vinci
Vivendi

II - Sociétés du SBF 120

ADP
Air France-KLM
Alten
Altran technologies
Areva
ARKEMA
Atos
BIC
Biomérieux
Bolloré
Bourbon

Bull
Bureau Veritas
Cappgemini
Carrefour
Groupe Casino
CFAO
CGGVeritas
Ciments Français
Club Med
CNP Assurances
Dassault
Derichebourg
Dexia
Edenred
Eiffage
Groupe Eramet
Essilor International
Euler Hermes
Eurazeo
Eutelsat
Faiveley Transport
Faurecia
Foncière des Régions
France telecom
Gecina
Groupe Eurotunnel
Groupe Steria
Havas
Hermes International
Icade
Imerys
INGENICO
JC Decaux
Klepierre
LAGARDERE SA
Maurel & Prom
Mercialys
Groupe M6
Natexis
Neopost
Nexans
Nexity
Orpea
Pages Jaunes
Plastic Omnium
PPR
Publicis
Remy Cointreau
Rexel
Rubis

Groupe Seb
Saft
Sanofi Aventis
Scor SE
Ses Global Fdr
Silic
Soitec Silicon
Solvay
Suez Environnement
Technicolor
Technip
Teleperformance
TF1
Thales
Ubisoft
Unibail-Rodamco
Valeo
Vicat
Virbac
Wendel

III - Sociétés cotées du compartiment B

AB Science
ABC arbitrage
AES Chemunex
Agta Record
Akka Technologies
Altamir Amboise
Altarea Cogedim
Alten
Altran Technologies
ANF Immobilier
April group
Archos
Argan
Assystem
Axway Software
Bénéteau
Boiron
Bonduelle
Bongrain
Boursorama
Bull
Burelle
Canal Plus
Cegedim
CeGeREAL
CFCAL-Banque
Cnim

Cofitem-Cofimur
Completel
Delachaux
Distriborg Groupe
Esso
Euro Disney
EURO Ressources
Eurosic
Exel Industries
Faiveley Transport
Fimalac
Finatis
Flo
Foncière Euris
Gaumont
Gecimed
Générale de Santé
Groupe Lucien Barrière
Guerbet
Guyenne et Gascogne
Haulotte Group
IDI
Ilog
Initiative & Finance Investissement
INSIDE Secure
Interparfums
Jacquet Metal Service
Kaufman & Broad
Lagardère Active Broadcast
Lanson-BCC
Laurent-Perrier
LDC
Lisi
Manutan International
Mersen
Naturex
NEURONES
NextRadioTV
NRJ Group
Outremer Telecom
Paris Orléans
Pierre & Vacances
Plastic Omnium
Robertet
Sartorius Stedim Biotech
Séché Environnement
Séchilienne-Sidec
Sequana
SIIC de Paris
SIPH

SOPRA Group
Stef
Terreïs
Tesfran
Tessi
Thermador Groupe
Transgene
Trigano
Unibel
VastNed Retail
Vétoquinol
Viel & Compagnie
Warehouses De Pauw

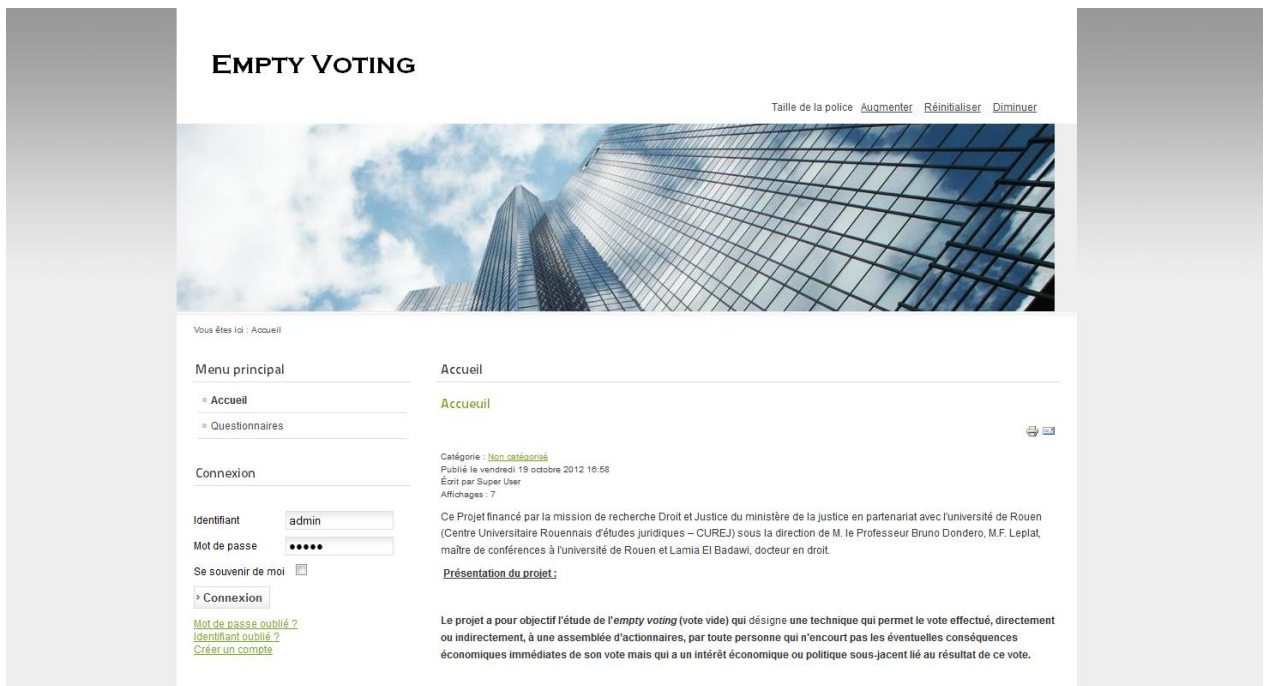
Annexe - Enquête de terrain (méthodologie)

Création d'un site internet

Un site internet a été créé afin de présenter le projet financé par le GIP

L'adresse du site est : www.emptyvoting.fr

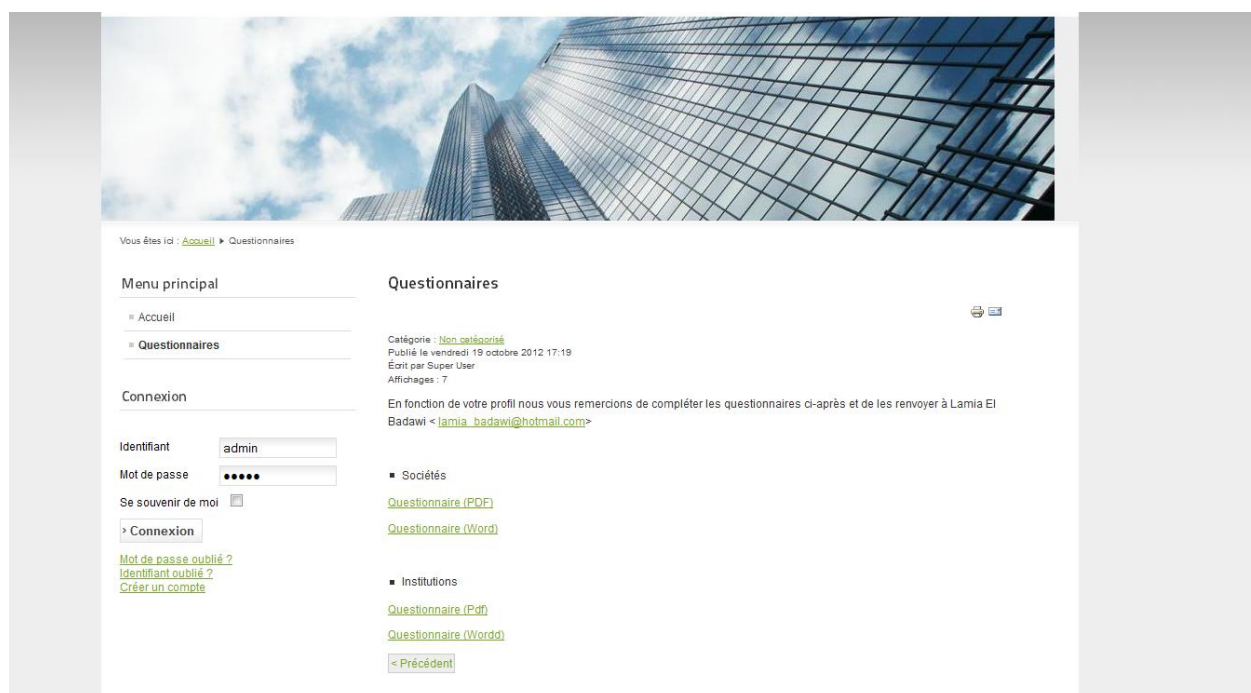
La page d'accueil présentant le projet est :



The screenshot shows the homepage of the 'EMPTY VOTING' website. At the top, the title 'EMPTY VOTING' is displayed in a bold, sans-serif font. To the right of the title, there are links for 'Taille de la police', 'Augmenter', 'Réinitialiser', and 'Diminuer'. Below the title is a large, high-angle photograph of a modern glass skyscraper against a blue sky with scattered clouds. Underneath the image, the text 'Vous êtes ici : Accueil' is visible. The main content area is divided into two columns. The left column contains a 'Menu principal' with links to 'Accueil' and 'Questionnaires', and a 'Connexion' section with input fields for 'Identifiant' (containing 'admin') and 'Mot de passe' (masked with dots), a 'Se souvenir de moi' checkbox, and a 'Connexion' button. Below the login fields are links for 'Mot de passe oublié ?', 'Identifiant oublié ?', and 'Créer un compte'. The right column features an 'Accueil' section with a heading 'Accueil' and a category 'Non catégorisé'. It includes metadata such as 'Publié le vendredi 19 octobre 2012 18:58', 'Écrit par Super User', and 'Affichages : 7'. A paragraph of text describes the project as being financed by the French Ministry of Justice in partnership with the University of Rouen. Below this text is a section titled 'Présentation du projet:' followed by a detailed description of the 'empty voting' technique.

Les questionnaires peuvent être téléchargés sur le site.

Il sont utilisés pour contacter les personnes concernées par email



Questionnaire adressé aux acteurs institutionnels et privés (email et relance téléphonique)

Le questionnaire a été adapté pour tenir compte des spécificités de chaque interlocuteur.

I - Définition de l'*empty voting* et explication des enjeux

L'*empty voting* ou le vote vide est une technique qui permet le vote, à une assemblée d'actionnaires, par toute personne qui n'encourt pas les éventuelles conséquences économiques immédiates de son vote mais qui a un intérêt économique ou politique sous-jacent, lié au résultat de ce vote.

Il désigne ainsi l'exercice du droit de vote en assemblée générale par un actionnaire alors qu'il s'est exonéré pour tout ou partie du risque économique lié à l'acquisition et à la détention du titre.

II - Questions :

1 - Législation (institutionnels européens et internationaux) :

La pratique du *empty voting* est-elle légale dans votre législation ?

Existe-t-il des réglementations ou décisions de justice concernant cette pratique en vigueur ou en cours de discussion ? Si oui, lesquelles ?

Quelles sont les mesures prises par votre législation pour faire respecter l'obligation de transparence avant le vote en assemblée générale ?

Votre législation a-t-elle prévu des mesures spécifiques en prévision de la révision de la directive 2004/109/CE « Directive transparence » ?

Êtes-vous favorable à l'adoption d'une législation européenne sur les cessions temporaires de titres et les déclarations d'intention avant les assemblées générales ?

2 - Techniques utilisées et cibles

Avez-vous connaissance de cas avérés d'*empty voting* ? Indiquez des exemples précis où cette pratique peut être caractérisée.

Quelle technique a été utilisée ? Quelle est l'identité des acteurs et cibles ?

3 - Les conséquences de l'*empty voting*

D'après vous, quelles sont conséquences négatives qui peuvent survenir après un vote vide ? Dans quelle mesure considérez-vous ces conséquences réalisables dans la pratique ?

Pensez-vous que l'*empty voting* influence de manière effective le résultat du vote de l'assemblée générale des actionnaires ?

Quelles sont les conséquences de cette pratique pour les actionnaires minoritaires ?

Quelles sont les conséquences de cette pratique sur la politique de la société ?

Les dirigeants subissent-ils les conséquences de cette pratique ?

4 - La politique interne vis-à-vis de cette pratique

Quels sont les moyens de défense et les mesures préventives mises en place par les sociétés pour lutter contre cette pratique ?

Quelles sont les mesures de protection des actionnaires minoritaires ?

Quelles sont, d'après vous, les sanctions appropriées pour lutter contre la pratique du vote vide ?

5 - Propositions

Pensez-vous que cette pratique doive être réglementée ? Si oui, quelles sont les possibilités qui pourraient être utilisées à cet effet ?

Pensez-vous que cette pratique exige une réglementation spécifique ou peut-elle être prévue de manière incidente dans la législation sur les déclarations de franchissement de seuil ?

Pensez-vous que les mesures adoptées par la loi du 22 mars 2012, soit la comptabilisation en delta, parviendront à prévenir les prises de contrôle rampantes ?

Quelles seraient vos recommandations ou les recommandations émises dans votre État pour remédier aux difficultés liées à l'*empty voting* ?

6 - Observations :

Prise de rendez vous téléphonique et entretiens

Les personnes concernées ont été contactées par téléphone et des entretiens ont directement été réalisés.

Résultats de la consultation

Les résultats de cette enquête sont directement intégrés dans le rapport.

Difficultés rencontrées

- La difficulté à entrer en contact avec des interlocuteurs maîtrisant la question de l'*empty voting* ;
- La lenteur des réponses ou l'absence de réponse aux requêtes formulées auprès des institutions ou des acteurs privés ;
- L'accès à une documentation parfois très générale (presse financière) et non précise sur les cas suspectés de vote vide notamment au niveau international.

Phase 2 de l'étude

Elle a été centrée sur la passation, le décryptage et l'analyse des entretiens approfondis et des questionnaires retournés.

Cette phase a permis de dresser un état des lieux de la pratique du vote vide à partir des données collectées auprès des principaux acteurs institutionnels et privés.

Elle aura également pour objectif de déterminer les difficultés pratiques et juridiques que suscite cette pratique selon les différents acteurs questionnés.

Table des matières

Chapitre I : L' <i>empty voting</i> et l' <i>hidden ownership</i> , des pratiques aux multiples visages.....	9
Section préliminaire – Résultats de l'enquête sur la connaissance des situations de <i>decoupling</i>	9
A – Résultat de l'enquête sur la connaissance du <i>decoupling</i>	9
1) Connaissance de cas avérés de vote vide	9
2) Identité des sociétés cibles	10
3) Comparaison avec d'autres enquêtes réalisées	10
B- Résultats de l'enquête sur les conséquences du <i>decoupling</i>	11
1) Conséquences négatives de l' <i>empty voting</i>	11
2) Influence concrète de l' <i>empty voting</i> sur le vote en assemblée générale	11
Section I - Définition.....	12
Section II - Techniques utilisées.....	15
A – Transferts temporaires	15
1) Le prêt-emprunt de titres.....	15
2) La pension.....	18
3) Vente à réméré.....	20
4) Portage de titres.....	21
B - Produits dérivés	22
1) Les <i>swaps</i> d'actions ou CFD	23
2) Les produits dérivés optionnels	25
Section III - Classification.....	27
A – <i>Empty voting</i> et exercice d'une prérogative reconnue à l'actionnaire dans un but contraire à sa finalité : situations d'abus de droit.....	27
1) L'adoption de résolutions dans le but de privilégier l' <i>empty voter</i> au détriment de la société.....	27
2) L'expression du mécontentement face au management de la société	30
3) - Technique de défense de la société	32
B – <i>Hidden ownership</i> et contournement d'une règle impérative : situations de fraude .	33
1) Le contournement des seuils de la réglementation relative à la transparence imposant une déclaration d'intention	34
2) Le contournement des seuils des offres publiques obligatoires	35
3) Le contournement de seuils de la réglementation en matière de retrait obligatoire	36
4) Le contournement de l'interdiction de l'auto-contrôle	37
C - La violation d'une règle d'ordre public.....	38
Chapitre II : Le <i>decoupling</i> échappe aux réglementations tentant de le définir.....	40

Section I – Le droit français	40
A - La loi du 22 octobre 2010 de régulation bancaire et financière	40
1) Genèse : position de l'AMF.....	41
2) Mesures adoptées	45
B - La loi du 22 mars 2012.....	47
1) Affaires Saint-Gobain/Wendel et Hermès/LVMH	48
2)- Proposition du Sénateur Marini	57
3) Dispositions de la loi Warsmann.....	58
Section II – Droits étrangers.....	62
A - Allemagne.....	62
B) Royaume-Uni	66
1) La notion de <i>Contract for Difference</i>	66
2) Déclaration des intérêts économiques	67
3) Les nouvelles règles de déclaration sur les positions longues	67
4) Les règles de déclaration sur les positions courtes.....	68
5) La dichotomie avec les règles de prise de contrôle.....	69
D) Etats-Unis.....	69
1) La section 16 de la <i>US Securities and Exchange Act</i> de 1934	69
2) Une nouvelle interprétation des règles par les tribunaux	70
3) L'article 16 (b).....	73
4) La position de la SEC à l'époque de la décision CSX.....	74
5) Remèdes mis en place par les sociétés	75
Section III – Droit international et européen.....	77
A) Recommandations internationales.....	77
B) Droit européen.....	78
1) La directive transparence	79
2) La directive concernant l'exercice de certains droit des actionnaires des sociétés cotées	87
3) La directive OPA.....	92
Chapitre III : Remèdes	96
Section I – Les enjeux	96
A) Les principes du droit des sociétés contournés	96
1) Le droit de vote	96
2) La vocation aux bénéfices et aux pertes.....	98
3) La qualité d'associé.....	99
4) L'intérêt social	99
5) La démocratie actionnariale	100

B) Les principes du droit des marchés financiers contournés	101
1) La transparence	101
2) L'intégrité du marché	102
3) L'égalité des actionnaires	103
Section II - La méthode	105
A) Sanctionner les seuls cas d'abus ou de fraude sans remettre en cause les pratiques légitimes	105
B) Mesures préventives et répressives	106
C) Forme de la régulation.....	108
1) Les codes de bonne conduite.....	109
2) Le contrat de société.....	109
3) La norme générale et contraignante	109
Section III - Le champ d'application	111
A) Les acteurs concernés.....	111
B) Les sociétés concernées.....	115
C) Les techniques concernées	116
Section IV – Mesures préventives et répressives	119
A) Les mesures visant à prévenir l'usage abusif du droit de vote par un actionnaire occulte	119
1) Renforcer la transparence.....	119
2) Une information obligatoire de nature statutaire.....	119
3) Identification des donneurs d'ordre et de l'intention en cas de prêt de titre	120
4) Une meilleure transparence en cas d'OPA	120
5) Diminuer le délai entre la « record date » et la tenue de l'assemblée générale	120
6) Réglementer les conflits d'intérêt lors des campagnes d'appel à mandat.....	121
7) Le transfert automatique des droits de vote ou sa privation.....	121
8) Réglementation du prêt de titre concernant les droits de vote permettant de réunifier la détention d'action et le risque capitalistique encouru	121
B) Les mesures répressives : des faisceaux d'indices à l'appréciation du juge	122
1) L'opacité	122
2) La proximité de la date l'assemblée générale	123
3) L'utilisation de techniques de couverture contre l'aléa économique	123
4) La durée du mécanisme utilisé	124
5) L'activité professionnelle de l'opérateur concerné	124
Annexe : Bibliographie	126
I - Ouvrages de droit bancaire et droit financier	126
II - Ouvrages en droit des sociétés	126
III - Rapports officiels	126

IV - Articles en français.....	126
V - Articles en anglais	130
VI - Presse financière	130
VII - Codes de bonnes conduites et recommandations	132
Annexe - Listes des cas d' <i>empty voting</i>	136
Annexe - Liste des sociétés contactées	138
I - Sociétés cotées.....	138
II - Sociétés du SBF 120	138
III - Sociétés cotées du compartiment B	140
Annexe - Enquête de terrain (méthodologie)	143
Création d'un site internet.....	143
Questionnaire adressé aux acteurs institutionnels et privés (email et relance téléphonique)	144
Prise de rendez vous téléphonique et entretiens	146
Résultats de la consultation	146
Difficultés rencontrées	146
Phase 2 de l'étude	146
Table des matières	147