

N° 213

SÉNAT

SESSION ORDINAIRE DE 2011-2012

Enregistré à la Présidence du Sénat le 20 décembre 2011

RAPPORT

FAIT

au nom de la commission des finances (1) sur la proposition de loi tendant à améliorer l'information du marché financier en matière de franchissements de seuils en droit boursier,

Par Mme Nicole BRICQ,

Sénatrice,

(1) Cette commission est composée de : M. Philippe Marini, *président* ; M. François Marc, Mmes Michèle André, Marie-France Beaufils, MM. Yvon Collin, Jean-Claude Frécon, Mme Fabienne Keller, MM. Gérard Miquel, Albéric de Montgolfier, Aymeri de Montesquiou, Roland du Luart, *vice-présidents* ; M. Philippe Dallier, Mme Frédérique Espagnac, MM. Claude Haut, François Trucy, *secrétaires* ; MM. Philippe Adnot, Jean Arthuis, Claude Belot, Michel Berson, Éric Bocquet, Yannick Botrel, Joël Bourdin, Christian Bourquin, Mme Nicole Bricq, MM. Jean-Pierre Caffet, Serge Dassault, Vincent Delahaye, Francis Delattre, Mme Marie-Hélène Des Esgaulx, MM. Éric Doligé, Philippe Dominati, Jean-Paul Emorine, André Ferrand, François Fortassin, Thierry Foucaud, Yann Gaillard, Jean Germain, Charles Guené, Edmond Hervé, Pierre Jarlier, Roger Karoutchi, Yves Krattinger, Dominique de Legge, Marc Massion, Georges Patient, François Patriat, Jean-Vincent Placé, Jean-Marc Todeschini, Richard Yung.

Voir le(s) numéro(s) :

Sénat : 695 (2010-2011)

SOMMAIRE

	<u>Pages</u>
EXPOSÉ GÉNÉRAL	5
I. LE RÉGIME DES FRANCHISSEMENTS DE SEUILS VISE À ÉVITER LES PRISES DE CONTRÔLE RAMPANTES	7
A. UN OBJECTIF D'INFORMATION ET DE TRANSPARENCE.....	7
B. UNE INFORMATION OBLIGATOIRE.....	8
1. <i>Onze seuils légaux de déclaration</i>	8
2. <i>Une assimilation non extensive des actions prises en compte dans le calcul du franchissement des seuils</i>	8
a) Toutes les actions contrôlées directement, indirectement, de concert ou de manière optionnelle mais à la seule initiative du déclarant sont prises en compte dans le périmètre d'assimilation.....	9
b) Seuls les titres, accords et instruments financiers qui ne donnent pas accès aux actions de manière certaine sont exclus du périmètre d'assimilation.....	10
C. UNE DÉCLARATION FACTUELLE ÉVENTUELLEMENT DOUBLÉE D'UNE DÉCLARATION D'INTENTION.....	12
1. <i>Une déclaration factuelle</i>	12
a) Des informations communes à toutes les déclarations.....	12
b) Le système de « l'information séparée » pour les titres, accords et instruments financiers « non assimilés ».....	13
2. <i>Le dépassement de certains seuils oblige également l'acquéreur à dévoiler ses intentions</i>	15
D. UNE TRIPLE SANCTION.....	17
1. <i>Une double sanction civile</i>	17
2. <i>Une sanction administrative</i>	18
3. <i>Une sanction pénale</i>	18
II. DE RÉCENTES OPÉRATIONS ONT MIS EN ÉVIDENCE LES LACUNES DE LA LÉGISLATION FRANÇAISE	19
A. DES FAILLES IDENTIFIÉES DE LONGUE DATE.....	19
B. DE NOMBREUX PAYS ONT D'ORES ET DÉJÀ FAIT ÉVOLUER LEUR LÉGISLATION.....	20
C. LA RÉFORME DE 2009 ÉTAIT INSUFFISANTE.....	20
1. <i>L'affaire LVMH/Hermès : un révélateur</i>	20
2. <i>L'ordonnance de janvier 2009 n'a pas franchi le pas d'une assimilation extensive</i>	22
III. LES PRINCIPALES DISPOSITIONS DE LA PRÉSENTE PROPOSITION DE LOI	24
A. LES PRINCIPALES DISPOSITIONS PROPOSÉES.....	24
1. <i>Le cœur du dispositif : un régime d'assimilation plus extensif (article 2)</i>	24
2. <i>L'adaptation de la déclaration d'intention et l'actualisation de la déclaration de franchissement (article 1^{er})</i>	24
3. <i>La clarification du régime de sanction administrative (article 3)</i>	24
4. <i>L'articulation avec le régime des offres publiques obligatoires (article 4)</i>	25
B. LES OPTIONS RETENUES PAR VOTRE RAPPORTEURE.....	25

EXAMEN DES ARTICLES	29
• ARTICLE 1^{er} (Art. L. 233-7 du code de commerce) Création d'un premier seuil de déclaration à 3 %, actualisation de la déclaration de franchissement de seuils, adaptation de la déclaration d'intention	29
• ARTICLE 2 (Art. L. 233-9 du code de commerce) Assimilation des instruments à dénouement monétaire pour le calcul des franchissements de seuils	32
• ARTICLE 3 (Art. L. 233-14 du code de commerce) Clarification du régime de sanction administrative	34
• ARTICLE 4 (Art. L. 433-3 du code monétaire et financier) Articulation avec le régime des offres publiques obligatoires	36
EXAMEN EN COMMISSION	39
ANNEXES	45
I. FORMULAIRE DE DÉCLARATION DE FRANCHISSEMENT(S) DE SEUIL(S) ET D'INTENTION (ARTICLES L. 233-7 ET L. 233-9 DU CODE DE COMMERCE ET 233-11 ET SUIVANTS DU RÈGLEMENT GÉNÉRAL DE L'AMF)	45
II. DÉCLARATIONS DE FRANCHISSEMENTS DE SEUILS DE LA SOCIÉTÉ LVMH SUITE À L'ACQUISITION DE PARTICIPATIONS DANS LA SOCIÉTÉ HERMÈS INTERNATIONAL	50
A. DÉCLARATION DU 27 OCTOBRE 2010	50
B. DÉCLARATION DU 21 DÉCEMBRE 2010	52
TABLEAU COMPARATIF	55

EXPOSÉ GÉNÉRAL

Mesdames, Messieurs,

Lors de son audition devant la commission des finances, le 16 juin 2011, Jean-Pierre Jouyet, président de l'Autorité des marchés financiers, estimait que *« nous ne pouvons pas rester avec des dispositions qui ne sont pas dignes d'une grande démocratie financière. Pour que le marché fonctionne bien il faut que toute influence significative qui s'exerce sur une société cotée apparaisse clairement. C'est l'intérêt des actionnaires, celui de la société mais aussi des intervenants que d'avoir des règles du jeu qui, peu importe les instruments utilisés, soient parfaitement claires »*.

De fait, en octobre 2010, le groupe LVMH révélait une brusque et importante montée au capital de la société Hermès International par le biais d'instruments financiers complexes qui lui avaient permis, les mois précédents, d'échapper – légalement – à ses obligations en matière de déclarations de franchissements de seuils.

La présente proposition de loi, déposée en juin dernier par notre collègue Philippe Marini, tend précisément à faire évoluer la législation sur les déclarations de franchissements de seuils en vue de mettre un terme à ce type d'abus.

Lors de l'examen de la proposition de loi relative à la simplification du droit et à l'allègement des démarches administratives, dite *« Warsmann IV »*, notre collègue député Etienne Blanc, rapporteur, a fait adopter par la commission des lois de l'Assemblée nationale un article additionnel reprenant la substance de la présente proposition de loi (devenu l'article 21 *bis*).

Compte tenu de l'importance du sujet pour le bon fonctionnement des marchés financiers, votre commission des finances a décidé d'examiner la présente proposition de loi au fond, tout en se saisissant pour avis de l'article 21 *bis* de la proposition de loi *« Warsmann IV »*.

Les analyses exposées dans le présent rapport se rapportent donc également à l'article 21 *bis* de la proposition de loi *« Warsmann IV »*.

I. LE RÉGIME DES FRANCHISSEMENTS DE SEUILS VISE À ÉVITER LES PRISES DE CONTRÔLE RAMPANTES

A. UN OBJECTIF D'INFORMATION ET DE TRANSPARENCE

En octobre 2008, le rapport de Bernard Field sur les déclarations de franchissement de seuil¹ rappelait que « *la préservation des droits des actionnaires d'une société cotée ne peut s'accommoder de la dissimulation des intérêts économiques et des objectifs réels d'un investisseur dès lors que celui-ci détient directement ou indirectement une fraction significative du capital ou des droits de vote* ».

Le régime des franchissements de seuils est donc une **obligation d'information** imposée aux personnes physiques ou morales qui détiennent des actions de sociétés cotées. Ainsi, dès lors qu'elles possèdent une certaine quantité d'actions (il existe onze seuils, *cf. infra*), elles doivent en informer l'émetteur et l'Autorité des marchés financiers (AMF), cette dernière étant chargée de rendre l'information publique.

La réglementation sur les franchissements de seuils répond à « *un double objectif. D'un côté, elle vise à protéger les actionnaires en les tenant informés des variations du capital et des droits de vote. Ainsi, ils peuvent savoir qui détient, ou envisage de détenir le contrôle de la société, et ils peuvent prendre des décisions d'investissement plus éclairées. Cette dimension était surtout présente à l'origine de la réglementation. D'un autre côté, la réglementation vise également à permettre aux dirigeants des sociétés cotées de mieux connaître les évolutions de leur actionnariat et d'anticiper ainsi une éventuelle offre publique d'acquisition hostile. Elle est donc aussi, dans une certaine mesure, un mécanisme d'alerte anti-OPA* »².

En France, les prémisses de cette réglementation sont à rechercher dans la loi n° 66-357 du 24 juillet 1966 sur les sociétés commerciales. Mais, il faut attendre la directive 88/627/CEE du Conseil du 12 décembre 1988 concernant les informations à publier lors de l'acquisition et de la cession d'une participation importante dans une société cotée en bourse pour assister à une harmonisation des règles applicables dans l'Union européenne.

Ces dispositions sont aujourd'hui reprises au sein de la **directive dite « Transparence »**³. Celle-ci est toutefois d'**harmonisation minimale** et les législations nationales peuvent prévoir des règles plus contraignantes. A ce titre, les articles L. 233-7, L. 233-9 et L. 233-14 du code de commerce et

¹ Groupe de travail de l'AMF présidé par Bernard Field, Rapport sur les déclarations de franchissement de seuil de participation et les déclarations d'intention, octobre 2008.

² Pierre-Henri Conac, Les franchissements de seuil, Dalloz, mars 2011.

³ 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.

le Règlement général de l'AMF (RGAMF) précisent les règles applicables en droit français.

B. UNE INFORMATION OBLIGATOIRE

1. Onze seuils légaux de déclaration

Toute personne physique ou morale, agissant seule ou de concert, **doit déclarer à l'émetteur et à l'AMF le nombre total d'actions et de droits de vote qu'elle possède dès lors qu'elle franchit, à la hausse ou à la baisse, certains seuils légaux de détention**. Ces seuils, fixés par l'article L. 233-7 du code de commerce, sont au nombre de onze, soit 5 %, 10 %, 15 %, 20 %, 25 %, 30 %, un tiers, 50 %, deux tiers, 90 % et 95 %¹.

En réalité, on peut considérer qu'il en existe vingt-deux puisque l'information porte aussi bien sur le capital que sur les droits de vote. Par exemple, certaines actions portent un droit de vote double, il est donc possible de franchir un seuil en termes de droits de vote mais pas en capital.

Le franchissement d'un seuil doit être déclaré dans le délai de quatre jours de bourse.

L'émetteur peut également prévoir dans ses **statuts** des obligations supplémentaires d'information portant sur des seuils supérieurs à 0,5 % (et inférieurs à 5 %) du capital ou des droits de vote.

2. Une assimilation non extensive des actions prises en compte dans le calcul du franchissement des seuils

Comme le rappelle notre collègue Philippe Marini dans l'exposé des motifs de la présente proposition de loi, « **la subtilité du dispositif réside dans la définition du périmètre des titres qui sont assimilés à des actions et devant être déclarés** ».

En effet, le déclarant peut **exercer un contrôle sur une fraction du capital ou des droits de vote sans pour autant posséder directement les actions s'y rapportant**. Très simplement, il peut s'agir de titres détenus par une filiale ou par un tiers qu'il contrôle ou, sans les contrôler, qui détiennent pour son compte ces actions. Il existe également des instruments dérivés ouvrant droit à l'acquisition d'actions à terme ou sous certaines conditions.

Face à la sophistication de l'ingénierie financière, le législateur et le régulateur sont invités à définir les titres, instruments ou accords

¹ Il s'agit des seuils applicables pour les sociétés cotées sur Euronext. Pour les sociétés cotées sur Alternext, il n'existe que deux seuils : 50 % et 95 %.

financiers devant être assimilés aux actions – dites « en dur » – pour le calcul du franchissement des seuils¹.

Le rapport Field note en effet que « **le système de l'assimilation permet d'éviter le jeu d'effets de seuils** et la situation dans laquelle un investisseur pourrait se trouver à n'avoir à effectuer aucune déclaration alors que sa position globale lui conférerait un poids certain sur l'émetteur parce que, par exemple, il détiendrait directement 4,5 % d'actions et 4,5 % par l'intermédiaire d'options d'achat. [L'assimilation] doit a minima prendre en compte les instruments financiers répondant aux conditions prévues par la directive Transparence, mais peut aller au-delà, comme le permet la directive ».

Dès lors que le régime des franchissements de seuils relève d'une logique de transparence, **l'assimilation devrait être la plus extensive possible**. Les articles L. 233-7 et L. 233-9 du code de commerce tracent la limite entre d'une part, les actions détenues « en dur » et les titres, accords ou instruments financiers assimilés, et, d'autre part, les titres, accords ou instruments financiers non assimilés.

En un sens, on peut considérer que l'assimilation est une fiction juridique destinée à appréhender au plus près la réalité de l'exposition économique.

a) Toutes les actions contrôlées directement, indirectement, de concert ou de manière optionnelle mais à la seule initiative du déclarant sont prises en compte dans le périmètre d'assimilation

Au titre de l'assimilation, le I de l'article L. 233-9 du code de commerce inclut dans le périmètre de calcul tous les titres possédés **directement, indirectement, de concert ou de manière optionnelle**. Dans ce dernier cas, sont plus particulièrement visés les accords et instruments financiers donnant droit à **la seule initiative du déclarant** à des actions de la société (4° du I de l'article L. 233-9).

La directive d'exécution de la directive Transparence² dispose ainsi que « **le détenteur de l'instrument doit bénéficier, à l'échéance, soit du droit inconditionnel d'acquérir les actions sous-jacentes, soit du pouvoir discrétionnaire d'acquérir ou non ces actions** ».

L'article 223-11 du RGAMF précise que le déclarant « *prend en compte le nombre maximal d'actions déjà émises qu'il est en droit d'acquérir à sa seule initiative, immédiatement ou à terme, en vertu d'un accord ou d'un*

¹ Sur ce point, la sémantique peut varier. Certains commentateurs utilisent l'expression « en dur » pour qualifier l'ensemble des titres rentrant dans le périmètre de calcul, soit les actions et les titres, accords et instruments financiers assimilés.

² Directive 2007/14/CE de la Commission du 8 mars 2007 portant modalités d'exécution de certaines dispositions de la directive 2004/109/CE sur l'harmonisation des obligations de transparence concernant l'information sur les émetteurs dont les valeurs mobilières sont admises à la négociation sur un marché réglementé.

instrument financier ». Il s'agit notamment, d'après le même article, des obligations échangeables en actions, des contrats à terme, des options qu'elles soient exerçables immédiatement ou à terme.

b) Seuls les titres, accords et instruments financiers qui ne donnent pas accès aux actions de manière certaine sont exclus du périmètre d'assimilation

Les **actions à émettre** sur lesquelles le déclarant aurait des droits (bons de souscription d'actions, bons d'option, obligations convertibles en actions, obligations convertibles ou échangeables en actions nouvelles ou existantes) sont logiquement **exclus** du périmètre d'assimilation. En effet, pour ces titres, il ne s'agit pas d'actions émises mais à émettre que l'on peut donc qualifier de « **capital virtuel** ».

Par exemple, si le déclarant décide aujourd'hui d'exercer à terme ses bons de souscription d'actions, il ne peut connaître les intentions des autres titulaires de bons. Il lui est impossible de connaître le nombre total d'actions souscrites et, *in fine*, en circulation et donc de calculer s'il a ou non franchi un seuil.

Les options dites « à barrière activante (ou désactivante) » ne sont pas non plus comprises dans le périmètre de calcul car la condition d'activation de l'option (par exemple que le prix de l'action descende en-dessous d'un prix convenu) **ne dépend pas du déclarant**. Toutefois, dès que le seuil est atteint, l'option rentre logiquement dans le périmètre de déclaration.

Enfin, les actions **déjà émises** « *sur lesquelles porte tout accord ou instrument financier [...] réglé exclusivement en espèces et ayant pour cette personne un effet économique similaire à la possession desdites actions* » sont également exclues. Il s'agit des **instruments financiers à dénouement monétaire** (*cf. encadré infra*), qui par conséquent ne se traduisent pas par une livraison d'actions à son terme.

Dans un premier temps, le législateur a considéré que ces instruments, dès lors qu'ils ne donnent accès ni au capital, ni aux droits de vote, devaient être exclus du périmètre de calcul. **De récentes opérations financières ont cependant montré qu'ils pouvaient être utilisés pour monter au capital d'une entreprise tout en contournant la législation sur les franchissements de seuils** (*cf. II infra*).

L'objet de la présente proposition de loi est donc de les faire entrer dans le périmètre d'assimilation.

Qu'est-ce qu'un instrument dénouable en numéraire conférant une exposition économique sur les actions d'un émetteur ?

Dans l'optique de la présente proposition de loi, la notion d'instrument dénouable en numéraire (ou en espèces) recouvre différents types d'accords ou d'instruments financiers dont le RGAMF, en son article 223-14, donne les principaux exemples : contrats financiers avec paiement d'un différentiel, contrats d'échange relatifs à des actions ou tout instrument financier exposé à un indice d'actions de plusieurs émetteurs s'ils sont suffisamment diversifiés.

Ils sont plus connus sous leur dénomination anglo-saxonne : *cash-settled equity swap*, *equity swap*, *total return swap*, *contract for difference* ; le tout formant la catégorie des « *cash settled derivatives* » (CSD), soit les instruments dérivés dénouables en numéraire.

Le RGAMF précise qu'un instrument dénouable en numéraire doit correspondre aux conditions suivantes :

- il doit être **référéncé, indexé ou relatif aux actions d'un émetteur** ;
- il procure une **position à l'achat** (dite « position longue ») sur les actions pour la personne tenue à l'obligation de déclaration.

Concrètement, ces instruments **offrent une exposition économique aux actions sans pour autant les détenir**.

Par exemple, dans l'affaire Wendel/Saint-Gobain, un commentateur explique le schéma mis en œuvre entre la société Wendel et plusieurs banques à travers des instruments appelés « total return swap » ou TRS :

« Les TRS mis en place en l'espèce par Wendel (le 22 décembre 2006 avec la Deutsche Bank, le 4 janvier 2007 avec Natixis, le 6 avril 2007 avec HSBC et le 21 juin 2007 avec la Société Générale) avaient pour objet de conférer à Wendel une exposition économique au titre Saint-Gobain en définissant entre les banques et Wendel "des obligations réciproques exclusivement monétaires" : pendant la durée du contrat, Wendel s'acquittait envers les banques d'une rémunération et percevait d'elles l'équivalent des dividendes attachés aux actions Saint-Gobain ; lors du dénouement du contrat, qui pouvait intervenir soit au terme prévu, soit de façon anticipée à l'initiative de Wendel, était calculée la différence entre, d'une part, le "prix de référence", correspondant à la valeur du titre lors de la constitution des TRS et, d'autre part, le "prix de dénouement", correspondant à sa valeur à la date du dénouement ; en cas de plus-value, celle-ci était acquise par Wendel, alors qu'en cas de moins-value, Wendel versait la différence à la banque »¹.

Dans le cas présenté ci-dessus, comme indiqué, les relations entre la société et les banques sont « exclusivement monétaires ». Au terme des contrats (le dénouement), il n'existe qu'un flux monétaire entre les deux entités : aucun transfert d'actions n'est prévu.

¹ Hervé Le Nabasque, « Total return swap : l'obsession du numérateur », in Revue des sociétés, 2011, p. 212.

En réalité, pour remplir leurs obligations et assurer leur couverture, les **banques contreparties sont obligées d'acquérir les actions**. Aussi, lors du dénouement, est-il toujours possible de prévoir un avenant afin que la société cocontractante puisse acquérir les actions dont les banques n'ont plus besoin.

C. UNE DÉCLARATION FACTUELLE ÉVENTUELLEMENT DOUBLÉE D'UNE DÉCLARATION D'INTENTION

1. Une déclaration factuelle

a) Des informations communes à toutes les déclarations

La déclaration de franchissement de seuil doit comporter un certain nombre d'éléments : elle est **objective et factuelle**. Le marché reste libre d'analyser les conséquences résultant de cette déclaration. Le déclarant peut d'ailleurs associer à cette déclaration une communication spécifique à sa destination.

Le contenu de la déclaration est défini par le RGAMF en son article 223-14. Un modèle de déclaration (cf. annexe I du présent rapport) est mis en ligne par l'AMF.

La déclaration comprend pour ses éléments principaux :

- l'identité du déclarant ;
- la date du franchissement de seuil ;
- l'origine du franchissement de seuil ;
- la situation qui résulte de l'opération en termes d'actions et de droits de vote ;
- le cas échéant, la nature de l'assimilation aux actions ou aux droits de vote possédés par le déclarant ;
- le cas échéant, l'ensemble des sociétés contrôlées par l'intermédiaire desquelles les actions et les droits de vote sont détenus.

**Exemple de déclaration de franchissement de seuil publiée par l'AMF
le 12 décembre 2011**

211C2220

FR0000054694-FS0812

12 décembre 2011

Déclaration de franchissements de seuils (article L. 233-7 du code de commerce)

NATUREX

(Euronext Paris)

Par courrier reçu le 9 décembre 2011, M. Jacques Dikansky a déclaré avoir franchi en baisse, le 7 décembre 2011, directement et indirectement, par l'intermédiaire de la société en commandite par actions SGD qu'il contrôle, le seuil de 25 % des droits de vote de la société NATUREX et détenir, directement et indirectement, 1 618 305 actions représentant autant de droits de vote, soit 21,00 % du capital et 24,78 % des droits de vote de cette société, répartis comme suit :

	Actions	Capital	Droits de vote	Droits de vote
M. Jacques Dikansky	13 190	0,17 %	13 190	0,20 %
SGD	1 605 115	20,83 %	1 605 115	24,58 %
Total M. Jacques Dikansky	1 618 305	21,00 %	1 618 305	24,78 %

Il est précisé qu'à cette occasion, la société SGD a franchi individuellement en hausse le même seuil.

Ces franchissements de seuils résultent d'une augmentation du nombre de droits de vote de la société NATUREX.

Par ailleurs, le déclarant doit également préciser les caractéristiques essentielles des accords ou instruments financiers donnant droit à l'acquisition d'actions, immédiatement ou à terme. Le IV de l'article 223-14 du RGAMF indique toutes les informations qui doivent figurer, à ce titre, sur la déclaration.

b) Le système de « l'information séparée » pour les titres, accords et instruments financiers « non assimilés »

Comme indiqué précédemment, certains titres, accords ou instruments financiers ne sont pas pris en compte dans le calcul des franchissements de seuils. La détention de ces titres ou instruments – ou la conclusion de tels

accords – n'en constitue pas moins une information intéressante pour le marché.

C'est pourquoi, l'article L. 233-7 du code de commerce prévoit que la personne qui déclare franchir un seuil précise **en outre** dans sa déclaration **les titres, instruments qu'elle détient ou accords financiers qu'elle a conclus non assimilés**.

Ce mode d'information du marché est dénommé « **système de l'information séparée** » car **s'agissant des actions à émettre ou des accords ou instruments financiers non assimilés, notamment ceux dénouables en numéraire, la position de leur bénéficiaire n'est rendue publique que lorsque celui-ci franchit un seuil avec des actions « en dur » ou assimilées**.

Le IV de l'article 223-14 mentionné plus haut est également applicable pour les instruments ou accords non assimilés. La déclaration doit donc mentionner leurs principales caractéristiques (pour un exemple, *cf.* encadré ci-dessous).

**Exemple de déclaration de franchissement de seuil publiée par l'AMF
le 2 décembre 2011 avec mention d'une information séparée**

211C2181

FR0000130692-FS0789

2 décembre 2011

Déclaration de franchissements de seuils (article L. 233-7 du code de commerce)

CHARGEURS

(Euronext Paris)

Par courrier reçu le 30 novembre 2011, complété par un courrier reçu le 1^{er} décembre 2011, l'Autorité des marchés financiers a été destinataire des déclarations de franchissements de seuils suivantes :

- la société anonyme Sofi Emy (7 bis, Villa Eugène Manuel, 75016 Paris) a déclaré avoir franchi individuellement en hausse, le 24 novembre 2011, le seuil de 5 % du capital de la société CHARGEURS et détenir individuellement 659 471 actions CHARGEURS représentant autant de droits de vote, soit 5,03 % du capital et 4,92 % des droits de vote de cette société ;

- M. Eduardo Malone a déclaré avoir franchi en hausse, le 29 novembre 2011, directement et indirectement, par l'intermédiaire de la société par actions simplifiée Sofi Emy qu'il contrôle, le seuil de 5 % des droits de vote de la société CHARGEURS et détenir, directement et indirectement, 672 646 actions CHARGEURS représentant 672 661 droits de vote, soit 5,13 % du capital et 5,02 % des droits de vote de cette société.

A cette occasion, la société Sofi Emy a déclaré avoir franchi individuellement en hausse, le seuil de 5 % des droits de vote de cette société.

Ces franchissements de seuils résultent d'acquisitions d'actions CHARGEURS sur le marché.

Le concert constitué de M. Jérôme Seydoux (et les sociétés Pathé et Ojei qu'il contrôle) et de M. Eduardo Malone (et la société anonyme Sofi Emy qu'il contrôle) n'a franchi aucun seuil et détient, au 29 novembre 2011, 1 714 987 actions CHARGEURS représentant 1 727 343 droits de vote, soit 13,07 % du capital et 12,90 % des droits de vote de cette société, répartis comme suit :

	Actions	Capital (%)	Droits de vote	Droits de vote (%)
Pathé	1 000 000	7,62 %	1 000 000	7,47 %
Ojei	41 000	0,31 %	52 000	0,39 %
Jérôme Seydoux	1 341	0,01 %	2 682	0,02 %
Sous-total Jérôme Seydoux	1 042 341	7,94 %	1 054 682	7,88 %
Sofi Emy	671 483	5,12 %	671 483	5,01 %
Eduardo Malone	1 163	0,01 %	1 178	0,01 %
Sous-total Eduardo Malone	672 646	5,13 %	672 661	5,02 %
Total concert	1 714 987	13,07 %	1 727 343	12,90 %

Par ailleurs, les membres du concert ont précisé détenir au titre de l'article 223-14 III 3° et IV du règlement général, 143 733 obligations convertibles en actions (OCA), convertibles à tout moment jusqu'au 7^e jour ouvré inclus qui précède la date de remboursement normal (fixée au 1^{er} janvier 2016) ou la date de remboursement anticipé jusqu'au 1^{er} janvier 2016, pouvant donner droit à 3 990 026 actions CHARGEURS, selon les conditions de conversion en date du présent avis (soit 1 OCA pour 27,76 actions).

2. Le dépassement de certains seuils oblige également l'acquéreur à dévoiler ses intentions

Le VII de l'article L. 233-7 du code de commerce prévoit que, lors du franchissement des seuils de 10 %, 15 %, 20 % et 25 %¹, le déclarant est tenu « *de déclarer [...] les objectifs [qu'il] a l'intention de poursuivre au cours des six mois à venir* ».

Le rapport Field précité rappelle que les déclarations d'intention « *ont été conçues comme un instrument de détection des prises de contrôle éventuelles* ».

La déclaration d'intention n'est pas seulement factuelle, **elle engage le déclarant pour les six mois à venir**. Elle « *précise les modes de*

¹ Le seuil de déclenchement d'une offre publique obligatoire est 30 % depuis la loi de régulation bancaire et financière.

financement de l'acquisition, si l'acquéreur agit seul ou de concert, s'il envisage d'arrêter ses achats ou de les poursuivre, d'acquérir ou non le contrôle de la société, la stratégie qu'il envisage vis-à-vis de l'émetteur et les opérations pour la mettre en œuvre ainsi que tout accord de cession temporaire ayant pour objet les actions et les droits de vote. Elle précise si l'acquéreur envisage de demander sa nomination ou celle d'une ou plusieurs personnes comme administrateur, membre du directoire ou du conseil de surveillance » (VII de l'article L. 233-7 précité).

En pratique, elle est rendue publique avec la déclaration de franchissements de seuils, mais il s'agit d'une obligation juridiquement distincte¹. Elle est adressée à l'AMF qui la rend publique.

Exemple de déclaration d'intention publiée par l'AMF le 9 décembre 2012

211C2216

9 décembre 2011

Déclaration de franchissement de seuils et déclaration d'intention

(article L. 233-7 du code de commerce)

STORE ELECTRONIC SYSTEMS

(Euronext Paris)

1. Par courrier reçu le 8 décembre 2011, complété par un courrier reçu le 9 décembre 2011, la société par actions simplifiée Tikehau Capital Partners (134 boulevard Hausmann, 75008 Paris) a déclaré avoir franchi en hausse, le 5 décembre 2011, les seuils de 10 % du capital et des droits de vote de la société STORE ELECTRONIC SYSTEMS et détenir 1 140 311 actions STORE ELECTRONIC SYSTEMS représentant autant de droits de vote, soit 10,36 % du capital et des droits de vote de cette société.

Ce franchissement de seuils résulte d'une acquisition d'actions STORE ELECTRONIC SYSTEMS sur le marché.

2. Par les mêmes courriers, la déclaration d'intention suivante a été effectuée :

« La société Tikehau Capital Partners déclare :

- que les acquisitions de titres STORE ELECTRONIC SYSTEMS ont été effectuées par la société sur ses fonds propres ;

- qu'à ce stade, nous agissons seuls et que nous n'avons pas l'intention de prendre le contrôle de la société ;

- qu'en fonction des opportunités de marché, nous envisageons de poursuivre nos achats ;

- que nous n'envisageons pas à ce stade de demander la nomination d'un ou plusieurs administrateurs ;

¹ Elle doit être déposée dans les cinq jours suivant le franchissement de seuil.

- qu'aucune des opérations visées à l'article 223-17 I 6° du règlement général de l'AMF n'est prévue ;

- qu'aucun accord de cession temporaire ayant pour objet les actions et/ou les droits de vote de Tikehau Capital Partners n'a été conclu ».

Enfin, le code de commerce prévoit qu'en « ***cas de changement d'intention dans le délai de six mois à compter du dépôt de cette déclaration, une nouvelle déclaration motivée doit être adressée à [l'AMF] sans délai et portée à la connaissance du public dans les mêmes conditions*** ».

D. UNE TRIPLE SANCTION

L'article 28 de la directive Transparence prévoit que les sanctions doivent être « *effectives, proportionnées et dissuasives* ». Le droit français connaît un triple régime de sanction en cas de méconnaissance des obligations liées au franchissement de seuil.

1. Une double sanction civile

En cas de non-déclaration du franchissement d'un ou plusieurs seuils – ou en cas de déclaration erronée – ou de non-respect de la déclaration d'intention, la sanction prévue par l'article L. 233-14 du code de commerce est celle de **la privation des droits de vote « attachés aux actions excédant la fraction qui n'a pas été régulièrement déclarée pour toute assemblée d'actionnaires qui se tiendrait jusqu'à l'expiration d'un délai de deux ans suivant la régularisation de la notification »**.

Ainsi, un actionnaire qui acquiert 7 % des droits de vote, mais omet de déclarer le franchissement du seuil de 5 %, sera privé de 2 % des droits de vote non déclarés¹.

La sanction est **automatique**. Elle est constatée par le bureau de l'assemblée générale de la société, qui se fait ainsi « juge de l'évidence ».

Par ailleurs, le même article prévoit une sanction facultative puisque la suspension partielle ou totale des droits de vote peut être prononcée par le tribunal de commerce sur demande d'un actionnaire, du président de la société ou de l'Autorité des marchés financiers, pour une durée ne pouvant excéder cinq ans, à l'encontre d'un actionnaire qui n'aurait pas procédé aux déclarations de franchissements de seuils ou qui n'aurait pas respecté sa déclaration d'intention.

¹ Le code de commerce précise que c'est l'actionnaire et non pas les actions qui sont privés du droit de vote.

En pratique, « *les tribunaux prononcent la suspension des droits de vote lorsqu'est établie une intention frauduleuse de la part de la personne n'ayant pas déclaré le franchissement de seuil* »¹.

2. Une sanction administrative

Par application du c du II de l'article L. 621-15 et de l'article L. 621-14 du code monétaire et financier, **l'AMF peut sanctionner** tout manquement « *aux obligations résultant des dispositions législatives ou réglementaires ou des règles professionnelles visant à protéger les investisseurs contre les opérations d'initiés, les manipulations de cours et la diffusion de fausses informations, ou [...] tout autre manquement de nature à porter atteinte à la protection des investisseurs ou au bon fonctionnement du marché* » (art. L. 621-14).

Le montant de la sanction pécuniaire encourue « *ne peut être supérieur à 100 millions d'euros ou au décuple du montant des profits éventuellement réalisés [...]. Le montant de la sanction doit être fixé en fonction de la gravité des manquements commis et en relation avec les avantages ou les profits éventuellement tirés de ces manquements* » (art. L. 621-15).

Il s'agit en réalité d'une « disposition balai » qui ne vise donc pas explicitement le cas d'une non-déclaration ou d'une erreur dans la déclaration.

3. Une sanction pénale

Le I de l'article L. 247-2 du code de commerce dispose qu'est « *puni d'une amende de 18 000 euros le fait pour les présidents, les administrateurs, les membres du directoire, les gérants ou les directeurs généraux des personnes morales, ainsi que pour les personnes physiques de s'abstenir de remplir les obligations d'informations auxquelles cette personne est tenue, en application de l'article L. 233-7, du fait des participations qu'elle détient* ».

La sanction pénale nécessite un **élément moral**, c'est-à-dire que la personne mise en cause ait sciemment voulu échapper à ses obligations au titre des déclarations de franchissement de seuils. Aussi, les condamnations rendues sur ce fondement demeurent, en pratique, très rares.

Au surplus, comme le remarque un commentateur, « *le rapport Coulon de 2008 sur la dépénalisation de la vie des affaires proposait d'augmenter le montant de l'amende à 375 000 euros, notamment pour lutter contre les prises de contrôle rampantes. Ces montants restent faibles par rapport aux enjeux* »².

¹ Pierre-Henri Conac, Les franchissements de seuil, Dalloz, mars 2011.

² Pierre-Henri Conac, *Ibid.*

II. DE RÉCENTES OPÉRATIONS ONT MIS EN ÉVIDENCE LES LACUNES DE LA LÉGISLATION FRANÇAISE

A. DES FAILLES IDENTIFIÉES DE LONGUE DATE

Les instruments dénouables en numéraire, évoqués plus haut, ne sont pas soumis à une obligation de déclaration, hormis le cas de l'information séparée dès lors qu'un seuil a été franchi avec des actions « en dur » et assimilées. Un auteur rappelle en effet que *« les instruments dérivés qui offrent une simple exposition économique à l'émetteur ne sont pas pris en compte pour déterminer si un seuil a été franchi. [...] L'exclusion résulte clairement du fait que ces instruments ne permettent pas "d'acquérir" des actions, comme l'exige l'article L. 233-9 [du code de commerce], puisque le dénouement est exclusivement monétaire »*.

Or un instrument à dénouement monétaire peut, in fine, être dénoué par la livraison physique des actifs sous-jacents. Le même auteur poursuit : *« en réalité, la banque n'a pas vocation à conserver les titres, surtout s'il s'agit d'une participation importante. Aussi, au terme du contrat, il suffit de conclure un avenant prévoyant une livraison physique des titres ou alors, après l'échéance, de négocier l'achat des actions auprès de la banque. Lorsque la participation occulte est soudain révélée, il peut être alors trop tard pour lutter contre une offre publique d'acquisition, soit même pour essayer d'échapper à un contrôle de fait, moins coûteux pour l'acquéreur et facilité par l'absentéisme de nombreux actionnaires dans les assemblées générales »*¹.

La multiplication des opérations financières obéissant à ce schéma avait d'ailleurs conduit l'AMF à constituer, sous la présidence de Bernard Field, le groupe de travail précité consacré aux déclarations de franchissement de seuil de participation et aux déclarations d'intention, dont le rapport a été publié en octobre 2008.

A titre d'illustration, ledit rapport cite l'acquisition, en 2007, par la holding de la famille Agnelli de 90 millions d'actions Fiat, par le biais d'*equity swaps*, lui permettant de réaliser une plus-value de près de 66 millions d'euros tout en maintenant une participation à hauteur de 30 % dans la société.

Des cas similaires ont également été observés en Suisse (société Implenia), aux Etats-Unis (société CSX Corp.) ou encore en Allemagne (affaires Porsche/Volkswagen et Continental/Schaeffler).

Un des principaux enjeux du groupe de travail de l'AMF était de déterminer dans quel sens la France devait transposer la directive d'exécution

¹ Pierre-Henri Conac, « Le nouveau régime des franchissements de seuils issu de l'ordonnance n° 2009-105 du 30 janvier 2009 relative aux rachats d'actions, aux déclarations de franchissement de seuils et aux déclarations d'intentions et du RGAMF », in *Revue des sociétés*, 2009, p. 477.

de la directive « Transparence » précitée et la question posée, s'agissant des instruments dénouables en numéraire, était celle de savoir s'ils devaient faire l'objet d'une assimilation aux actions détenues « en dur » ou bien s'ils devaient simplement faire l'objet d'une information séparée, la directive demeurant muette sur ce point.

B. DE NOMBREUX PAYS ONT D'ORES ET DÉJÀ FAIT ÉVOLUER LEUR LÉGISLATION

Le rapport Field rappelle que « *les législations européennes ne sont pas, en raison de la latitude offerte par la directive [« Transparence »], strictement identiques* ».

Sans entrer dans les détails de chacune des législations, il convient de relever que l'Allemagne, le Royaume-Uni, la Suisse, le Portugal et les Etats-Unis **incluent les instruments dénouables en numéraire dans le champ des titres assimilés.**

A l'époque de la remise du rapport Field (octobre 2008), l'Allemagne retenait encore le système de l'information séparée. Or, le 25 octobre 2008, Porsche révélait détenir potentiellement 75 % de Volkswagen par le biais d'instruments financiers lui conférant une exposition économique. Compte tenu de la participation de 20 % détenue par le Land de Basse-Saxe, le flottant de Volkswagen n'était plus que de 5 %.

Dans le même temps, plusieurs *hedge funds* avaient vendu à découvert des actions Volkswagen estimant que le cours était surévalué mais sans savoir que le flottant était aussi limité. Afin d'éviter des pertes considérables, ils ont donc été conduits à acheter massivement les actions restantes, ce qui a entretenu le mouvement de hausse du titre. Volkswagen est ainsi devenue, pour une très brève période, la plus forte capitalisation boursière au monde !

L'absence de transparence et la non-révélation des expositions économiques sur les actions de sociétés cotées peuvent donc **entraîner des conséquences particulièrement néfastes pour la stabilité et l'intégrité du marché.**

Tirant les conséquences de cet épisode, l'Allemagne a modifié sa législation début 2011 afin d'inclure les instruments à dénouement monétaire dans le périmètre de la déclaration de franchissement de seuil.

C. LA RÉFORME DE 2009 ÉTAIT INSUFFISANTE

1. L'affaire LVMH/Hermès : un révélateur

Le 27 octobre 2010, LVMH déclarait avoir franchi les seuils de 5 % du capital et des droits de vote et de 10 % du capital de la société Hermès

International le 21 octobre puis, le 24 octobre, avoir franchi les seuils de 10 % des droits de vote et de 15 % du capital.

Cette acquisition massive a surpris la société Hermès International et l'ensemble des investisseurs de la Place. Aucun signe avant-coureur n'avait permis de déceler l'intérêt de LVMH pour la société Hermès.

La déclaration de franchissements de seuils du 27 octobre 2010, reproduite en annexe du présent rapport, éclaire les circonstances de l'acquisition. Elle indique en effet que *« le 21 octobre 2010, Sofidiv SAS (société du groupe LVMH) a acquis des contrats sur instruments financiers à terme dénommés "equity swaps" conclus par deux sociétés du groupe LVMH avec deux établissements financiers au cours du premier semestre 2008, portant respectivement sur l'équivalent de 5 000 000 et de 4 800 000 actions HERMES INTERNATIONAL, et dont les échéances étaient fixées entre janvier et mai 2011. Ces contrats stipulaient un dénouement exclusivement en espèces. Puis, ce même jour, Sofidiv SAS et les établissements financiers ont conclu des avenants à ces contrats permettant un dénouement par livraison physique des titres sous-jacents. Sofidiv SAS a alors demandé le dénouement des opérations et la livraison des actions est intervenue le 22 octobre 2010 »*.

Le même schéma a été reproduit le 22 octobre. Après de nouvelles acquisitions à la fin de l'année 2010 (déclaration du 21 décembre 2010 également reproduite en annexe), LVMH détient 20,21 % du capital et 12,73 % des droits de vote de la société Hermès.

C'est donc bien l'utilisation d'instruments dénouables en numéraire, *in fine* dénoués en actions qui a permis à LVMH de monter subrepticement au capital d'Hermès. L'exposé des motifs de la présente proposition de loi rappelle que *« cette opération, bien que conforme au droit et en particulier à l'article L. 233-7 du code de commerce [...] a légitimement suscité un fort émoi au sein de la communauté financière et des critiques des régulateurs comme de certains observateurs anglo-saxons. Grâce à des produits dérivés complexes, LVMH avait ainsi pu se rendre virtuellement propriétaire d'une fraction importante du capital d'Hermès sans avoir à le déclarer au marché »*.

A cette occasion, Jean-Pierre Jouyet, président de l'AMF, avait estimé que *« trop souvent, la France reste le Far-West en matière de prise de contrôle des sociétés, de dépassement de seuil »*.

De manière concomitante, le 13 décembre 2010, la commission des sanctions de l'AMF avait infligé une **sanction pécuniaire** d'un montant d'**1,5 million d'euros** tant à l'encontre de la société **Wendel SA** que de **Jean-Bernard Lafonta**, ancien président de son directoire.

En effet, comme expliqué précédemment, la société Wendel avait conclu plusieurs accords avec des banques afin d'acquérir une exposition économique sur les actions de la société Saint-Gobain. Aux termes des

contrats, la société Wendel avait alors racheté les actions de couverture détenues par les banques cocontractantes.

La commission des sanctions de l'AMF a estimé que, dès le départ, la société Wendel avait pour objectif de monter au capital de Saint-Gobain. Elle aurait donc manqué à son devoir d'information du marché pour n'avoir pas porté à la connaissance du public l'information privilégiée relative à la mise en place d'une opération financière permettant de prendre à terme une participation substantielle dans le capital de Saint-Gobain.

La décision de sanction est en cours d'examen devant la cour d'appel de Paris.

2. L'ordonnance de janvier 2009 n'a pas franchi le pas d'une assimilation extensive

Dès son introduction, le rapport Field indiquait que *« bien que modifiée à de nombreuses reprises, la législation française définissant les obligations de déclaration de franchissements de seuils et d'intentions qui permet d'assurer la transparence des prises de participation dans le capital de sociétés cotées [...] ne prend pas encore en compte toutes les techniques sophistiquées, à la complexité et au développements exponentiels, qu'utilisent certains opérateurs pour exercer une influence sur une société cotée [...]. Les exemples se sont pourtant multipliés ces dernières années »*.

Les enjeux étaient donc bien cernés par le rapport Field. Il estime ainsi que, *« pour la majorité des membres du groupe de travail, seule l'assimilation [des instruments à dénouement monétaire] permet de donner une image fidèle de l'ensemble de l'exposition économique réellement détenue au capital de l'émetteur, toute autre approche étant susceptible de donner lieu à contournement, ne serait-ce que par le biais de la segmentation des participations »* (recommandation n° 3 du rapport).

Pourtant, l'ordonnance n° 2009-105 du 30 janvier 2009 relative aux rachats d'actions, aux déclarations de franchissement de seuils et aux déclarations d'intentions publiée trois mois plus tard **a retenu le « système de l'information séparée »**.

A l'époque, plusieurs commentateurs avaient regretté ce choix. L'un d'entre eux estimait que *« le législateur n'est finalement pas allé assez loin en ne prenant pas en compte dans le calcul des franchissements de seuils [...] les [instruments dénoués en numéraire]. Il aurait pourtant été possible de réparer l'erreur flagrante commise par le législateur communautaire en 2004. De ce fait, les possibilités de contournement de l'obligation de déclaration de franchissement de seuil demeurent et seront certainement utilisées [...]. En ce qui concerne la France, il faudra sans doute attendre [...] un*

prochain scandale pour que le législateur soit obligé de réagir et de les intégrer »¹.

La recommandation du rapport Field n'a donc pas été suivie d'effet, ce que notre collègue Philippe Marini, rapporteur de la proposition de loi² ratifiant l'ordonnance du 15 janvier 2009, avait regretté. En effet, dans son rapport législatif³, il avait indiqué que « *le principe de cette information séparée va moins loin qu'une des recommandations formulées par le groupe de travail de l'AMF, qui tendait à privilégier une logique extensive d'assimilation dans la déclaration de franchissement de seuil. Il est cependant apparu qu'une telle disposition posait de réelles difficultés pratiques de mise en œuvre. Il semble donc préférable, du moins dans un premier temps, de s'en tenir à ce traitement différencié (assimilation et information séparée) et d'en faire un bilan d'ici deux ou trois ans, pour, le cas échéant, introduire cette assimilation extensive* ».

L'affaire LVMH/Hermès montre que le « **système de l'information séparée** » pour les instruments dénouables en espèces, issu de l'ordonnance de 2009, demeure **insuffisant** pour assurer la « *vision claire et précise de la montée en puissance d'un actionnaire dans le capital d'une société* », selon les mots du rapport Field.

Le 25 octobre 2011, la Commission européenne a publié une **proposition de directive** modifiant la directive Transparence et **tendant**, en particulier, à **assimiler aux actions les instruments dénouables en numéraire pour le calcul des franchissements de seuils**⁴.

Notre législation n'est plus en phase avec celles de nos principaux partenaires et ne le sera bientôt plus avec les règles européennes.

Son évolution paraît donc plus que nécessaire pour rattraper le temps perdu depuis janvier 2009. Tel est l'objet de la présente proposition de loi.

¹ Pierre-Henri Conac, « Le nouveau régime des franchissements de seuils issu de l'ordonnance n° 2009-105 du 30 janvier 2009 relative aux rachats d'actions, aux déclarations de franchissement de seuils et aux déclarations d'intentions et du RGAMF », in *Revue des sociétés*, 2009, p. 477.

² Loi n° 2009-1255 du 19 octobre 2009 tendant à favoriser l'accès au crédit des petites et moyennes entreprises.

³ Rapport n° 442 (2008-2009), de M. Philippe Marini, fait au nom de la commission des finances, déposé le 27 mai 2009.

⁴ Considérant n° 8 de la proposition de directive du Parlement européen et du Conseil modifiant la directive 2004/109/CE sur l'harmonisation des obligations de transparence concernant l'information des émetteurs dont les valeurs mobilières sont admises à la négociation sur un marché réglementé et la directive 2007/14/CE de la Commission.

III. LES PRINCIPALES DISPOSITIONS DE LA PRÉSENTE PROPOSITION DE LOI

A. LES PRINCIPALES DISPOSITIONS PROPOSÉES

La présente proposition de loi comprend **quatre articles**.

1. Le cœur du dispositif : un régime d'assimilation plus extensif (article 2)

L'article 2 prévoit que les instruments financiers dénouables en espèces et conférant une exposition économique équivalente à la détention d'actions seront désormais assimilés aux actions pour le calcul des franchissements de seuils.

Il renvoie au RGAMF le soin de préciser « *les conditions dans lesquelles un accord ou un instrument financier est considéré comme ayant un effet économique similaire à la possession d'actions* »¹.

2. L'adaptation de la déclaration d'intention et l'actualisation de la déclaration de franchissement (article 1^{er})

L'article 1^{er} tend à :

- créer un seuil légal supplémentaire de déclaration à 3 % ;
- supprimer l'information séparée sur les instruments dénouables en numéraire en conséquence de la règle exposée plus haut ;
- adapter le régime de la déclaration d'intention de sorte que le déclarant précise ses intentions quant au dénouement des accords et instruments lui permettant d'acquérir, à sa seule initiative, des actions déjà émises ou bien lui conférant une exposition économique sur un émetteur ;
- renvoyer au RGAMF le soin de préciser les conditions dans lesquelles un actionnaire est tenu d'effectuer une nouvelle déclaration de franchissement de seuil en cas de modification de la répartition entre les actions et droits de vote qu'il détient « en dur » et les actions et droits de vote « assimilés ».

3. La clarification du régime de sanction administrative (article 3)

L'article 3 clarifie le régime de la sanction administrative applicable en cas d'irrégularité ou d'omission de la déclaration de franchissement de

¹ L'article 223-14 du RGAMF définit déjà ce type d'instruments.

seuil (ou de son actualisation) ou de la déclaration d'intention. L'AMF pourrait ainsi infliger une sanction pécuniaire d'un montant maximum de 100 millions d'euros.

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

L'article 4 adapte à la marge le droit applicable aux offres publiques d'achat (OPA) en conservant l'alignement du mode de calcul des seuils dans le régime des franchissements de seuils et le seuil de déclenchement d'une OPA. L'article prévoit cependant que l'AMF peut accorder une dérogation, dans des conditions précisées par le RGAMF, quand « *le dépassement d'une opération [n'a] pas pour finalité l'obtention ou l'accroissement du contrôle de la société* ».

Ainsi, dès qu'une personne possède 30 % du capital ou des droits de vote ou assimilés d'une société, **y compris si l'assimilation résulte d'une exposition économique**, elle devra déclencher une OPA.

B. LES OPTIONS RETENUES PAR VOTRE RAPPORTEURE

1. Les points de convergence avec l'article 21 bis de la proposition de loi « Warsmann IV »

L'article 21 bis de la proposition de loi « Warsmann IV » a repris les dispositions suivantes de la présente proposition de loi :

- l'assimilation des instruments dénouables en numéraire offrant une exposition économique à un émetteur (articles 1^{er} et 2) ;
- l'adaptation du régime de la déclaration d'intention (article 1^{er}) ;
- l'actualisation de la déclaration de franchissement de seuil en cas de modification de la répartition entre actions et droits de vote possédés « en dur » et actions et droits de vote « assimilés » (article 1^{er}).

Votre rapporteure est favorable au maintien de ces dispositions qui constituent la partie la plus essentielle de la présente proposition de loi.

2. Les points de divergence

En revanche, l'article 21 bis n'a pas repris les dispositions suivantes :

- la création d'un nouveau seuil légal à 3 % ;
- la clarification du régime de sanction administrative ;
- le maintien de l'identité du mode de calcul des seuils entre le régime des franchissements de seuils et le régime des OPA.

En l'état des informations transmises à votre rapporteure, elle estime que **la création d'un nouveau seuil à 3 % est de nature à renforcer la transparence**. Ce seuil existe d'ores et déjà dans la législation britannique et permet de mieux « tracer » la montée au capital d'un investisseur.

Il est opposé à cette disposition qu'elle serait inutile car les sociétés peuvent d'ores et déjà prévoir dans leurs statuts des seuils d'information inférieurs à 5 % (possibilité utilisée par nombre d'entre elles). Elle conduirait également à une multiplication des déclarations qui ne permettraient cependant pas d'identifier les personnes souhaitant exercer un réel contrôle sur la société de celles pour lesquelles le franchissement ne serait que temporaire.

Ce dernier argument est tout à fait fondé dans son principe. Toutefois, votre rapporteure juge que, faute d'éléments tangibles, il n'est guère possible de quantifier le surcroît de déclaration résultant de l'abaissement du seuil à 3 %. Il lui donc semble préférable, à ce stade, de faire prévaloir un objectif de transparence et de maintenir cette disposition.

S'agissant du régime de la sanction administrative, il convient de rappeler que l'article 3 de la présente proposition de loi ne vise pas à substituer une nouvelle sanction aux sanctions existantes, notamment civiles et pénale. **Il tend à clarifier et à expliciter le régime déjà applicable et ne remet pas en cause les autres sanctions**. L'AMF doit en effet disposer d'une base juridique solide, inattaquable pour sanctionner les personnes dont les déclarations seraient inexactes – ou qui omettraient de se soumettre à leurs obligations en matière de franchissements de seuils.

Sous réserve de ces observations, votre rapporteure souhaite le maintien de cette disposition.

Enfin, votre rapporteure n'est pas favorable à l'alignement du mode de calcul des seuils entre le régime des franchissements de seuils et celui des OPA. En effet, les deux régimes relèvent d'une **logique bien distincte**.

Le premier vise un objectif de transparence. Par conséquent, il importe d'identifier, le plus en amont possible, le maximum de personnes pouvant potentiellement acquérir le contrôle de la société, peu importe qu'elles possèdent ou non des actions pour autant qu'elles aient la possibilité de les obtenir.

Le second s'inscrit dans une logique de contrôle. A compter du seuil de 30 %, le législateur estime que le poids représenté par un actionnaire est tellement fort qu'il risque « d'étouffer » les autres actionnaires. On l'oblige, par le déclenchement d'une OPA, à leur proposer une porte de sortie.

Si l'on maintient l'identité du mode de calcul, le fait de posséder une exposition économique à un émetteur pourrait conduire à l'obligation de déclencher une OPA, quand bien même l'investisseur n'exercerait aucun contrôle (ou un contrôle restreint) sur la société – même si une exposition économique à hauteur de 30 % peut être le signe avant-coureur d'une volonté de prendre le contrôle de ladite société.

Une telle obligation n'apparaîtrait pas conforme à l'esprit de la législation sur les OPA. A vrai dire, elle ne semble même pas nécessaire. En effet, par le simple fait d'élargir la transparence, un investisseur détenant une forte exposition économique sera repéré et ni le marché, ni la société ne seront pris au dépourvu s'il venait à accroître ses participations et à monter au capital.

Votre rapporteure estime par conséquent que la rédaction de l'article 21 bis de la proposition de loi « Warsmann IV », qui exclut les instruments offrant une exposition économique du calcul du seuil de 30 % dans le régime OPA, semble préférable.

*

* *

La commission a décidé de ne pas adopter de texte afin que la discussion en séance publique porte sur le texte initial de la proposition de loi. Les observations formulées dans le présent rapport pourront être traduites en amendements dans la perspective de cette discussion.

EXAMEN DES ARTICLES

ARTICLE 1^{er}

(Art. L. 233-7 du code de commerce)

Création d'un premier seuil de déclaration à 3 %, actualisation de la déclaration de franchissement de seuils, adaptation de la déclaration d'intention

Commentaire : le présent article prévoit plusieurs modifications dans le régime des franchissements de seuils. Il crée un premier seuil de déclaration à 3 %. Il assujettit les investisseurs à l'obligation de modifier leurs déclarations lorsque les parts respectives des actions possédées et des actions assimilées varient dans leur portefeuille. Il oblige enfin un investisseur à déclarer ses intentions quant au dénouement d'instruments ou d'accords lui permettant d'acquérir, de sa seule initiative, des actions ou lui offrant une exposition économique sur un émetteur.

I. LE DROIT EXISTANT

Le présent article modifie l'article L. 233-7 du code de commerce qui fixe le cadre juridique des déclarations de franchissements de seuils et des déclarations d'intention.

Son I fixe le principe général de la déclaration de franchissement de seuil en cas de dépassement d'un ou de plusieurs des onze seuils légaux précités (*cf. supra* exposé général).

Son II impose d'informer l'AMF du franchissement d'un ou plusieurs seuils et renvoie au RGAMF les modalités générales de cette information.

Son VII porte sur le principe et les modalités de la déclaration d'intention.

II. LE DISPOSITIF PROPOSÉ

A. CRÉATION D'UN SEUIL DE DÉCLARATION À 3 %

L'**alinéa 5** du présent article crée un **douzième seuil légal de déclaration à 3 %** du capital ou des droits de vote.

Les autres dispositions du **I** et le **II** du présent article effectuent des précisions rédactionnelles ou des coordinations.

B. ACTUALISATION DE LA DÉCLARATION DE FRANCHISSEMENT DE SEUIL

Le III du présent article insère un nouveau **VI bis** au sein de l'article L. 233-7 du code de commerce. Il vise le cas où une personne aurait effectué une déclaration de franchissement de seuil dans laquelle elle indiquerait que son exposition à l'émetteur résulte, d'une part, d'actions et de droits de vote « possédés » et, d'autre part, d'actions et de droits de vote « assimilés ». La présente disposition prévoit que si cette personne vient à modifier sa répartition entre actions et droits « possédés » et actions et droits « assimilés », alors le RGAMF « ***précise les conditions dans lesquelles cette personne est tenue d'effectuer une nouvelle déclaration*** ».

C. DÉCLARATION DES INTENTIONS RELATIVES AU DÉNOUEMENT DES INSTRUMENTS ET ACCORDS FINANCIERS

Le IV du présent article réécrit les dispositions de l'article L. 233-7 du code de commerce relatives au contenu de la déclaration d'intention. Outre une mise en forme rédactionnelle, il ajoute que **la personne soumise à l'obligation de la déclaration d'intention doit préciser « ses intentions quant au dénouement des accords et instruments » lui permettant d'acquérir, à sa seule initiative, immédiatement ou à terme, des actions déjà émises ou bien lui conférant une exposition économique sur l'émetteur.**

III. LA POSITION DE VOTRE COMMISSION DES FINANCES

L'actualisation de la déclaration de franchissement de seuil et l'obligation de préciser ses intentions quant au dénouement de certains instruments et accords financiers ont été reprises, sous réserve d'aménagements rédactionnels, à l'article 21 *bis* de la proposition de loi « *Warsmann IV* ».

La première disposition permet de mieux appréhender l'évolution de l'exposition d'un investisseur à un émetteur, **en particulier de savoir s'il monte effectivement au capital avec des titres « en dur »**, signe qu'il exerce une influence plus importante sur la société.

La seconde disposition présente l'intérêt d'anticiper les intentions de l'investisseur. En particulier, s'il déclare vouloir dénouer son exposition en espèces, **il sera normalement tenu par les termes de sa déclaration.** Néanmoins, tout comme dans les déclarations d'intention actuelles, l'utilisation de formules vagues pourrait conduire à minimiser la portée contraignante de la déclaration. Par exemple, un investisseur pourrait déclarer que « *à ce stade* » ou encore que « *sous réserve d'opportunités d'investissement* », il prévoit de dénouer les contrats en espèces.

Votre rapporteure est favorable à ces deux dispositions.

Le présent article prévoit également la création d'un seuil à 3 %. Cette disposition n'a pas été retenue par la proposition de loi « Warsmann IV ». Comme l'indique un commentateur « *ce choix, qui a été opéré par la législation anglaise, mérite d'être bien pesé. Il risque de conduire certains opérateurs, du fait de l'assimilation des instruments dérivés à dénouement monétaire, à se retrouver en état permanent de déclaration, sans compter que la multiplication des seuils [...], conduira, en-dessous de 5 %, à inonder le marché d'informations qui s'avéreront souvent peu pertinentes* »¹.

Votre rapporteure **comprend l'objection de principe** opposée à cette disposition. Elle constate néanmoins qu'elle est appliquée au Royaume-Uni. Le nombre de déclaration de franchissements de seuils enregistré par l'AMF était de 777 en 2010 et devrait atteindre près de 900 en 2011. La création d'un nouveau seuil contribuera nécessairement à l'augmentation des déclarations. **Certaines d'entre elles ne seront pas utiles mais cette objection vaut déjà pour les déclarations publiées lors du franchissement du seuil de 5 %.**

En tout état de cause, votre rapporteure souhaiterait disposer d'éléments tangibles, chiffrés, permettant d'estimer le nombre de déclarations supplémentaires résultant de cette disposition. Au surplus, le rapport Field rappelait que la part de capital ou des droits de vote nécessaires pour exercer une influence dans la société – et pour exercer le contrôle de fait – devient de plus en plus faible compte tenu de la dispersion des actionnaires et de l'absentéisme lors des assemblées générales.

Par conséquent, votre rapporteure est favorable au maintien de cette disposition.

Décision de la commission : votre commission des finances a décidé de ne pas établir de texte pour la présente proposition de loi.

¹ Stéphane Torck, « Proposition de loi sénatoriale tendant à adapter le dispositif sur les déclarations de franchissements de seuils : le Rubicon sera-t-il franchi ? », in Bulletin Joly Bourse, 1^{er} novembre 2011, n° 11, p. 576.

ARTICLE 2

(Art. L. 233-9 du code de commerce)

Assimilation des instruments à dénouement monétaire pour le calcul des franchissements de seuils

Commentaire : le présent article vise à assimiler aux actions et droits de vote détenus « en dur » les instruments à dénouement monétaire offrant une exposition économique similaire à la détention de ces actions ou droits de vote.

I. LE DROIT EXISTANT

Le présent article modifie l'article L. 233-9 du code de commerce qui définit le périmètre des titres et instruments qui doivent être assimilés ou non aux actions et droits de vote possédés « en dur » par une personne pour le calcul des seuils mentionnés par l'article L. 233-7 du code de commerce (*cf. supra*).

II. LE DISPOSITIF PROPOSÉ

Le présent article crée un nouveau 4° *bis* au sein du I de l'article L. 233-9 du code de commerce (**alinéas 3 et 4**). Cette disposition prévoit que **sont assimilées** aux actions et droits possédés « *les actions déjà émises sur lesquelles porte tout accord ou instrument financier [...], réglé en espèces et ayant pour cette personne [...] un effet économique similaire à la possession desdites actions. Il en va de même pour les droits de vote* ».

Concrètement, il s'agit de prévoir l'assimilation des instruments dérivés dénouables en espèces pour le calcul des seuils.

L'alinéa 6 propose de renvoyer au RGAMF les conditions d'application de ce nouveau 4° *bis*, « *en particulier les conditions dans lesquelles un accord ou un instrument financier est considéré comme ayant un effet économique similaire à la possession d'actions* ». En pratique, l'article 223-14 du RGAMF définit d'ores et déjà ce type d'instrument.

III. LA POSITION DE VOTRE COMMISSION DES FINANCES

Ainsi qu'il a été rappelé plus haut dans l'exposé général, le présent article constitue le cœur de la proposition de loi.

L'assimilation des instruments dénouables en espèces doit permettre **d'élargir la transparence** à un plus grand nombre d'investisseurs qui utilisaient ces outils pour se soustraire à leurs obligations relatives aux déclarations de franchissements de seuils.

Il était donc devenu impératif que la France, à l'instar de la plupart de ses voisins européens, fasse évoluer sa législation en la matière, sachant que, en tout état de cause, le droit européen devrait bientôt être modifié pour tenir compte de l'utilisation dévoyée de ces instruments. La présente proposition de loi ne fait donc qu'anticiper sur nos futures obligations européennes.

Décision de la commission : votre commission des finances a décidé de ne pas établir de texte pour la présente proposition de loi.

ARTICLE 3

(Art. L. 233-14 du code de commerce)

Clarification du régime de sanction administrative

Commentaire : le présent article dispose que l'Autorité des marchés financiers peut prononcer une sanction pécuniaire à l'encontre de toute personne qui n'aurait pas respecté ses obligations en matière de déclarations (déclaration de franchissement, actualisation de la déclaration de franchissement, déclaration d'intention) suite à un franchissement de seuil.

I. LE DROIT EXISTANT

Le non-respect de l'obligation de déclaration d'un franchissement de seuil ou de l'obligation de déclarer ses intentions est puni par une triple sanction rappelée plus haut.

En particulier, sur le fondement de l'article L. 621-14 et du c du II de l'article L. 621-15 du code monétaire et financier, l'AMF peut sanctionner toute personne dont les actions sont constitutives « *d'un manquement de nature à porter atteinte à la protection des investisseurs ou au bon fonctionnement du marché* ».

Ainsi, la commission des sanctions de l'AMF peut d'ores et déjà prononcer une **sanction pécuniaire**, dont le montant ne peut excéder 100 millions d'euros, **à l'encontre d'une personne qui ne respecterait pas ses obligations en matière de franchissements de seuil.**

II. LE DISPOSITIF PROPOSÉ

Les alinéas 2 et 3 du présent article effectuent une modification rédactionnelle afin **d'inclure dans le champ des sanctions, l'ensemble des déclarations prévues en cas de franchissement de seuil, y compris la nouvelle possibilité d'actualiser la déclaration** – quand bien même il n'y aurait pas un nouveau franchissement de seuil – introduite par l'article 1^{er} de la présente proposition de loi.

Les alinéas 4 et 5 prévoient explicitement que **l'AMF peut infliger une sanction administrative « lorsque l'irrégularité porte sur tout accord ou instrument financier » assimilé pour le calcul des seuils.** Le champ des manquements potentiellement sanctionnés est ainsi élargi et ne s'étend pas seulement aux instruments dénouables en espèces.

III. LA POSITION DE VOTRE COMMISSION DES FINANCES

Les dispositions du présent article n'ont pas été reprises à l'article 21 *bis* de la proposition de loi « *Warsmann IV* ». Il a été opposé à cet article qu'il pourrait entraîner un *a contrario* juridique. En effet, puisque l'AMF dispose déjà de ce pouvoir de sanction, la création d'une soi-disant nouvelle sanction administrative signifierait que les autres sanctions ne trouveront plus à s'appliquer, en particulier les sanctions civiles et pénales.

Or cette interprétation est bien évidemment erronée. **Le présent article ne vient pas se substituer aux sanctions existantes. Il clarifie et explicite le droit applicable en matière de sanction administrative.**

En effet, dans le cas d'instruments dénouables en espèces, la sanction civile de privation des droits de vote peut se révéler de portée limitée si l'instrument n'est pas dénoué en actions – ou si l'investisseur ne possède pas par ailleurs d'actions « en dur ». **Il convient par conséquent que la sanction administrative soit clairement identifiée et dispose d'une solide base juridique.**

Sous la réserve de ces observations, votre rapporteure est favorable au maintien de cette disposition.

Décision de la commission : votre commission des finances a décidé de ne pas établir de texte pour la présente proposition de loi.

ARTICLE 4

(Art. L. 433-3 du code monétaire et financier)

Articulation avec le régime des offres publiques obligatoires

Commentaire : le présent article tend à maintenir l'identité du mode de calcul des seuils dans le régime des franchissements de seuils et dans le régime des offres publiques obligatoires. Il prévoit cependant que l'Autorité des marchés financiers pourra autoriser un dépassement temporaire si l'opération n'a pas pour finalité l'obtention ou l'accroissement du contrôle de la société.

I. LE DROIT EXISTANT

L'article L. 433-3 du code monétaire et financier définit les règles applicables à l'obligation du dépôt d'une offre publique d'achat (OPA).

Ainsi, toute personne qui **vient à acquérir plus de 30 % du capital ou des droits de vote d'une société cotée sur un marché réglementé est tenue de déposer une OPA.**

Pour le calcul du seuil de 30 %, l'article L. 433-3 renvoie aux dispositions du code de commerce applicables en matière de franchissements de seuils (articles L. 233-7 et L. 233-9). Autrement dit, le mode de calcul des seuils est identique puisque les mêmes accords et instruments sont assimilés que ce soit pour le régime des franchissements de seuils ou pour celui des OPA.

II. LE DISPOSITIF PROPOSÉ

La présente proposition de loi ne modifie pas l'identité du mode de calcul entre les deux régimes. Ainsi, une personne pourra être tenue de déposer une OPA si elle dépasse le seuil de 30 % du fait d'une exposition économique qu'elle détient sur une société, c'est-à-dire sans posséder « en dur » le capital et/ou les droits de vote.

Le présent article complète toutefois l'article L. 433-3 précité afin de prévoir que le RGAMF fixe les conditions « *dans lesquelles l'autorité peut autoriser le franchissement temporaire* » du seuil de 30 % « *si le dépassement résulte d'une opération n'ayant pas pour finalité l'obtention ou l'accroissement du contrôle de la société [...] et si sa durée n'excède pas un délai fixé par le [RGAMF]. La ou les personnes concernées s'engagent alors*

à ne pas exercer, pendant la période de reclassement des titres, les droits de vote correspondants »¹.

III. LA POSITION DE VOTRE COMMISSION DES FINANCES

L'assimilation extensive des instruments et accords financiers pour le calcul du seuil de 30 % dans le régime des OPA pourrait être justifiée par deux raisons.

La première tend à considérer qu'un investisseur ne saurait acquérir une exposition économique à hauteur de 30 % d'un émetteur sans être animé par une volonté de prise de contrôle. Par exemple, dans le cas de l'affaire Porsche/Volkswagen citée précédemment, Porsche visait clairement le contrôle de la société Volkswagen – sans finalement l'obtenir.

La seconde raison serait de responsabiliser les investisseurs dans leur utilisation d'instruments financiers sophistiqués. Le risque de devoir déclencher une OPA, même en cas d'une exposition économique, conduirait nécessairement les investisseurs à considérer tout investissement de ce type avec prudence.

Votre rapporteure comprend ces deux arguments mais constate également que le régime des franchissements de seuils et celui des OPA relèvent en réalité de **deux logiques bien distinctes**.

Le régime des franchissements de seuils obéit à une logique de **transparence**. Il a pour objet d'identifier le plus tôt possible les acquéreurs **potentiels** de la société, **peu importe qu'ils possèdent ou non des actions « en dur »** s'ils ont la possibilité de les détenir à terme. La présente proposition de loi tend justement à élargir le champ de vision sur un plus grand nombre d'acquéreurs potentiels.

Le régime des OPA relève d'une logique de **contrôle**. Or **pour contrôler, il faut bien posséder « en dur » des actions et des droits de vote**.

A compter du seuil de 30 %, le législateur estime que le poids représenté par un actionnaire est tellement fort qu'il risque d'étouffer les autres actionnaires. On l'oblige, par le déclenchement d'une OPA, à leur proposer une porte de sortie.

Dans le droit applicable aujourd'hui, les mêmes instruments sont pris en compte pour calculer les seuils dans le régime des franchissements de seuils et le seuil de 30 % dans le régime OPA. La présente proposition de loi change la donne puisque, dans le régime des franchissements de seuils, sont désormais inclus les instruments offrant une exposition économique.

¹ Il s'agit de la reprise de l'article 234-4 du RGAMF, ce dernier précisant que le franchissement temporaire ne peut pas excéder six mois.

La question qui se pose alors est la suivante : **le simple fait de détenir une exposition économique sur une société doit-il conduire au déclenchement d'une OPA ?**

Sachant qu'une exposition économique ne permet pas de contrôler la société, une telle obligation ne semble pas conforme à l'esprit de la législation sur les OPA.

En tout état de cause, si l'investisseur convertit sa position économique en actions et en droits de vote « en dur », il basculera immédiatement dans le régime de l'OPA.

Enfin, avec l'élargissement de la transparence prévue par la présente proposition de loi, **un investisseur détenant une forte exposition économique sera repéré en amont et ni la société, ni le marché ne seront pris au dépourvu.**

Sur ce point, votre rapporteure préfère donc s'en remettre au texte de l'article 21 *bis* de la proposition de loi « *Warsmann IV* », qui exclut les instruments offrant une exposition économique du calcul du seuil de 30 % dans le régime OPA.

Décision de la commission : votre commission des finances a décidé de ne pas établir de texte pour la présente proposition de loi.

EXAMEN EN COMMISSION

Réunie le mardi 20 décembre 2011, sous la présidence de **M. Philippe Marini, président**, la commission a procédé à l'examen conjoint des rapports de **Mme Nicole Bricq, rapporteure** :

- sur la proposition de loi n° 695 (2010-2011) tendant à améliorer l'information du marché financier en matière de franchissements de seuils en droit boursier ;

- sur la proposition de loi n° 33 (2011-2012), adoptée par l'Assemblée nationale après engagement de la procédure accélérée, relative à la simplification du droit et à l'allègement des démarches administratives.

M. Philippe Marini, président. – La commission, ayant échappé à une nouvelle lecture du projet de loi de finances, dispose de quelque temps pour se consacrer à l'examen conjoint de la proposition de loi tendant à améliorer l'information du marché financier en matière de franchissements de seuils en droit boursier, que j'avais déposée en juin dernier, et de la proposition de loi dite « Warsmann IV » qui aborde, entre autres dispositions, cette matière.

Mme Nicole Bricq, rapporteure. – Avec cette présentation, nous faisons effectivement d'une pierre deux coups ; espérons qu'il n'y aura pas de balle perdue !

M. Philippe Marini, président. – Certes !

Mme Nicole Bricq, rapporteure. – Le texte du président Marini vise à mettre fin à l'abus que constitue l'utilisation de produits financiers complexes pour contourner légalement les obligations en matière de franchissements de seuils, mise en lumière par l'affaire LVMH – Hermès l'an dernier.

Quelle est la législation en vigueur ? Le régime des franchissements de seuils impose à tout investisseur de déclarer ses positions dans une société cotée dès lors qu'il dépasse certains seuils calculés en pourcentage du total du capital ou des droits de vote. Et ce, pour protéger tant les actionnaires de la société que la société elle-même. L'idée étant que les premiers sachent qui contrôle ou envisage de contrôler la société. Ces obligations constituent également un mécanisme d'alerte anti-OPA, de sorte que la société soit en mesure d'organiser le plus en amont possible une éventuelle riposte.

Concrètement, dès qu'un actionnaire dépasse un des onze seuils légaux, de 5 % à 95 %, il en avise la société et l'Autorité des marchés financiers (AMF) qui rend l'information publique sur son site Internet. En moyenne, on dénombre 900 déclarations par an dont le contenu est précisé par le Règlement général de l'AMF – identité du ou des déclarants, nombre

d'actions détenues et son équivalent en termes de capital et de droits de vote, raisons du franchissement de seuil.

Pour les seuils de 10 %, 15 %, 20 % et 25 %, soit à mesure que l'on s'approche des 30 % qui obligent au déclenchement d'une OPA, le déclarant est tenu de joindre une déclaration d'intention répondant à des questions listées par le code de commerce. Par cette déclaration, il s'engage pour six mois, toute modification de ses intentions devant donner lieu à une nouvelle déclaration à l'AMF.

Avec la sophistication de l'ingénierie financière, toute la difficulté réside en réalité dans le périmètre des instruments à prendre en compte pour le calcul des seuils. Que faire, par exemple, des options ou encore des obligations convertibles ? Pour l'heure, seuls les instruments financiers donnant accès de manière inconditionnelle à des actions et à la seule initiative de l'investisseur, sont comptabilisés, les autres étant déclarés à l'occasion d'un franchissement de seuil. Les premiers sont dits « assimilés » tandis que les autres bénéficient du système de « l'information séparée ».

Le président Marini modifie la ligne de partage entre ces deux catégories d'instruments pour faire rentrer dans le champ de l'assimilation les dérivés dénouables en espèces tels que ceux utilisés par le groupe LVMH. Du reste, les conclusions de l'AMF en 2008 sur cette pratique attestée depuis le début des années 2000 étaient sans ambiguïté. Toutefois, le Gouvernement ne les avait pas suivies dans l'ordonnance du 30 janvier 2009, ce que notre commission avait critiqué mais aucune modification n'avait été apportée lors de la ratification de l'ordonnance. La proposition de loi prévoit également un complément à la déclaration d'intention sur le dénouement de ces instruments, une nouvelle déclaration de franchissement de seuil en cas de modification du mode de détention ou de dénouement de ces instruments.

Ces points sont repris, sous réserve de quelques aménagements rédactionnels, à l'article 21 bis de la proposition de loi « Warsmann IV », ce que j'approuve totalement. Il en va autrement de l'aménagement du régime de la sanction administrative prononcée par l'AMF, de l'abaissement du premier seuil de déclaration à 3 % et, surtout, du maintien de l'alignement du mode de calcul des seuils entre le régime des franchissements de seuils et celui des offres publiques d'acquisition (OPA), autant de dispositions non retenues par les députés.

Considérant qu'un débat sur la version initiale du texte de M. Marini serait utile, je propose que la commission n'établisse pas de texte. Je tiens néanmoins à vous indiquer les principales options que je retiendrai au cas où cette proposition de loi viendrait en séance ou si le Sénat devait discuter, article par article, du texte de M. Warsmann. A ce stade, cette dernière option semble peu probable, mais nous serons fixés demain matin lors de la réunion de la commission des lois qui est saisie au fond.

Sur le fond, je suis favorable à l'aménagement du régime de sanction, sous réserve de bien expliciter l'intention du législateur, à savoir la

clarification et l'explicitation du droit en vigueur et non la création d'une nouvelle sanction. L'AMF doit disposer d'une base juridique solide pour sanctionner les manquements relatifs aux obligations liées aux franchissements de seuils. Idem pour le nouveau seuil de 3 %, les craintes du Gouvernement de voir se multiplier les déclarations non pertinentes n'étant pas appuyées par des éléments tangibles, notamment chiffrés.

En revanche, je m'interroge sur l'alignement du mode de calcul des seuils parce que les régimes des franchissements de seuils et celui des OPA relèvent de deux logiques bien distinctes. Dans le premier cas, l'enjeu est la transparence. Il s'agit d'identifier le plus tôt possible les acquéreurs potentiels de la société. Peu importe qu'ils possèdent ou non des actions : ce qui nous intéresse, c'est la potentialité de les acquérir. Le but principal de la proposition de loi est justement d'élargir notre champ de vision sur un plus grand nombre d'acquéreurs potentiels.

Le régime des OPA relève d'une logique de contrôle. Or pour contrôler, il faut bien posséder « en dur » des actions et des droits de vote. A compter du seuil de 30 %, le législateur estime que le poids représenté par un tel actionnaire est tellement fort qu'il risque d'étouffer les autres actionnaires. On l'oblige, par le déclenchement d'une OPA, à leur proposer une porte de sortie.

Dans le droit applicable aujourd'hui, on prend en compte les mêmes instruments pour calculer les seuils dans le régime des franchissements de seuils et le seuil de 30 % dans le régime OPA. La proposition de loi change la donne puisque, dans le régime des franchissements de seuils, on inclut désormais les instruments offrant une position économique.

La question qui se pose est alors la suivante : le simple fait de détenir une exposition économique sur une société doit-il conduire au déclenchement d'une OPA ?

Je comprends la logique de M. Marini, qui considère qu'un investisseur dont la somme des expositions économiques et des expositions « en dur » dépasse les 30 % a une « idée derrière la tête ». Je comprends également que l'obligation de déclencher une OPA dès lors que l'on dépasse le seuil de 30 % sans détenir tous les titres « en dur » serait de nature à responsabiliser les investisseurs dans leur utilisation d'instruments financiers sophistiqués.

Mais, après réflexion, je ne partage pas ce point de vue car si l'on en revient à des principes simples, une exposition économique ne permet pas de contrôler la société et une telle obligation ne me semblerait donc pas conforme à l'esprit de la législation sur les OPA. Par ailleurs, si l'investisseur convertit sa position économique en actions et en droits de vote « en dur », il basculera immédiatement dans le régime de l'OPA. Enfin, comme nous avons élargi la transparence sur ces instruments, un investisseur détenant une forte exposition économique sera repéré en amont et ni la société, ni le marché ne seront pris au dépourvu, ce qui me paraît l'essentiel.

Pour finir, quelques mots de la proposition de loi dite « Warsmann IV ». La commission des lois nous a délégué l'examen au fond de huit articles et nous nous sommes saisis de deux articles supplémentaires. Sept d'entre eux concernent le droit boursier ou financier, deux portent sur la procédure fiscale et le dernier facilite l'accès des services de Bercy aux données relatives au crédit d'impôt recherche. Je suggère, bien que je devine votre frustration, d'attendre le vote de la commission des lois demain matin pour engager le débat. S'il se confirme que celle-ci adopte une question préalable, je préconiserai de la suivre et de ne pas procéder à l'examen des articles dont nous sommes saisis.

M. Philippe Marini, président. – Merci pour cet exposé clair et pédagogique, malgré la fatigue de la session budgétaire et l'examen conjoint de ces deux propositions de loi.

En règle générale, mieux vaut demander plus que moins. D'où cette proposition de loi volontairement maximaliste ; je savais que les trois points supprimés à l'Assemblée nationale ne faisaient pas l'objet d'un consensus total au sein des milieux économiques – je pense en particulier au Trésor. Nous avons une divergence de vue quant à l'alignement entre les procédures d'information et d'OPA : j'ai préféré à l'approche classique en termes de droit des sociétés, tout à fait fondée, une démarche économique, plus dissuasive à l'égard de l'utilisation des outils conditionnels en ce qu'ils sont considérés comme des titres « en dur ».

Quoi qu'il en soit, je me réjouis que la commission des finances ait apporté son éclairage avant que le vote d'une motion de question préalable par le Sénat ne vienne clore le débat.

M. Francis Delattre. – Dans l'affaire LVMH-Hermès, il y a eu une décision de justice. Quelle était la position des tribunaux sur le bloc d'instruments à prendre en compte ?

M. Philippe Marini, président. – Les tribunaux se fondent sur le droit positif existant que nous considérons, en l'espèce, lacunaire...

M. Francis Delattre. – Le lacunaire éclaire, lui aussi !

Sans être un spécialiste, ce texte me semble faire l'impasse sur le problème des actions de concert, qui sont au moins aussi redoutables que les produits dérivés, et celui des banques porteuses, interdites aux Etats-Unis mais autorisées chez nous.

M. Joël Bourdin. – Quelle est la position du premier acteur concerné par les franchissements de seuil, l'AMF ? Le texte aborde-t-il le sujet des offres publiques de retrait (OPR) ?

Mme Nicole Bricq, rapporteure. – Monsieur Delattre, l'affaire LVMH-Hermès n'a pas fait l'objet d'une décision de justice, contrairement à l'affaire Wendel-Saint-Gobain à suivre de près puisque le groupe Wendel, condamné en première instance, a fait appel.

Les actions de concert sont comptabilisées dans le calcul des seuils.

M. Francis Delattre. – Comment sont-elles détectées ?

Mme Nicole Bricq, rapporteure. – Le plus souvent, elles sont déclarées mais le code de commerce définit les cas dans lesquels un concert est présumé exister. En cas de manquement, le contrevenant s'expose à d'assez lourdes sanctions. Les affaires reposent sur la confiance...

Quant aux banques porteuses, elles n'ont pas, par définition, l'intention de prendre le contrôle de la société. Le danger vient plutôt de la structure du capitalisme français, extrêmement marqué par la présence des banques.

Monsieur Bourdin, Jean-Pierre Jouyet, le président de l'AMF, à qui Jean-Pierre Michel, rapporteur de la commission des lois, a consacré sa dernière audition hier soir, a dit son accord avec l'article 21 bis de la proposition de loi Warsmann et son opposition à l'alignement des régimes de l'information et de l'OPA en ce qui concerne le calcul des seuils.

Enfin, la proposition de loi de M. Marini traite des franchissements de seuils, non des OPR.

M. Philippe Marini, président. – Je vous propose d'adopter le rapport sur mon texte. Quant à la proposition de loi « Warsmann IV », nous aviserons en fonction de la position qu'adoptera la commission des lois demain matin. Pour ma part, je regretterai l'adoption d'une question préalable, les textes fourre-tout étant souvent l'occasion pour le Sénat de gratter dans les coins et d'affirmer son rôle législatif.

La commission a décidé de ne pas adopter de texte sur la proposition de loi n° 695 (2010-2011) tendant à améliorer l'information du marché financier en matière de franchissements de seuils en droit boursier afin que la discussion en séance publique porte sur le texte initial de la proposition de loi et a décidé que les observations formulées par la rapporteure pourront être traduites en amendements dans la perspective de cette discussion.

Elle a enfin décidé de réserver sa position sur la proposition de loi n° 33 (2011-2012) relative à la simplification du droit et à l'allègement des démarches administratives jusqu'à son examen au fond par la commission des lois.

ANNEXES

I. FORMULAIRE DE DÉCLARATION DE FRANCHISSEMENT(S) DE SEUIL(S) ET D'INTENTION (ARTICLES L. 233-7 ET L. 233-9 DU CODE DE COMMERCE ET 223-11 ET SUIVANTS DU RÈGLEMENT GÉNÉRAL DE L'AMF)

1°) Déclaration de franchissement(s) de seuil(s)

Déclaration effectuée à titre de régularisation

A°) Société dans laquelle le ou les seuils a (ont) été franchi(s)
Dénomination sociale :
Marché ou système de cotation : <input type="checkbox"/> Marché réglementé (Euronext Paris) <input type="checkbox"/> Système multilatéral de négociation organisé (Alternext)
Nombre d'actions composant le capital de la société :
Nombre de droits de vote théoriques ayant servi de base au calcul des seuils :

B°) Nom de la personne ou des personnes agissant de concert ayant franchi le ou les seuils	
<input type="checkbox"/> Franchissement individuel (<i>compléter ci-dessous</i>) :	
Nom et prénom(s) :	Dénomination sociale et forme juridique :
Adresse :	Siège social :
<input type="checkbox"/> Franchissement de concert (<i>compléter ci-dessous</i>) :	
Nom et prénom(s) :	Dénomination sociale et forme juridique :
Adresse :	Siège social :
Nom et prénom(s) :	Dénomination sociale et forme juridique :
Adresse :	Siège social :

<input type="checkbox"/> Déclaration effectuée par un prestataire de services d'investissement
Dénomination sociale et forme juridique :
Siège social :
a- <input type="checkbox"/> Seuil(s) franchi(s) dans le cadre d'une activité de gestion pour compte de tiers exercée indépendamment de toute autre activité. Précisez si cette activité est exercée pour le compte : <input type="checkbox"/> de fonds <input type="checkbox"/> de client(s) <input type="checkbox"/> dans le cadre d'un mandat de gestion <input type="checkbox"/> autre :
b- <input type="checkbox"/> Le prestataire de services d'investissement déclare agir indépendamment de la personne qui le contrôle, dans les conditions posées aux articles L. 233-9 II du code de commerce et 223-12 et 223-12-1 du règlement général. Précisez :

C°) Nom de la personne contrôlant au plus haut niveau (au sens de l'article L. 233-3 du code de commerce) la personne ou les personnes ayant franchi le ou les seuils légaux

Nom ou dénomination sociale :

Adresse ou siège social :

D°) Seuil(s) franchi(s)

En capital :

En droits de vote

Date du franchissement de seuil(s) : / /

Date du franchissement de seuil(s) : / /

5% 10% 15% 20% 25% 30%

5% 10% 15% 20% 25% 30%

1/3 50% 2/3 90% 95%

1/3 50% 2/3 90% 95%

Sens : Hausse Baisse

Sens : Hausse Baisse

E°) Origine(s) du franchissement de seuil(s)

1. Actions et droits de vote détenus

a- Acquisition(s) d'actions, précisez :

hors marché , sur le marché ou dans le cadre d'une offre publique d'acquisition , détaillez si nécessaire :

b- Souscription(s) à une augmentation de capital, précisez si nécessaire :

c- Attribution(s) ou perte de droits de vote double

d- Donation ou succession, précisez si nécessaire :

e- Franchissement passif résultant d'une augmentation ou réduction du nombre d'actions ou de droits de vote, précisez si nécessaire :

f- Fusion, scission ou apport, précisez :

g- Cession(s) d'actions, précisez :

hors marché , sur le marché ou apport à une offre publique d'acquisition , détaillez si nécessaire :

h- Autre opération, précisez :

2. Actions et droits de vote assimilés

a- Actions ou droits de vote possédés par d'autres personnes pour le compte du déclarant.
Précisez le nombre d'actions :

b- Actions ou droits de vote possédés par les sociétés que contrôle le déclarant au sens de l'article L. 233-3 du code de commerce.
Précisez le nombre d'actions :

c- Actions ou droits de vote possédés par un tiers avec qui le déclarant agit de concert.
Précisez le nombre d'actions :

d- Actions ou droits de vote assortis à des **actions déjà émises** que le déclarant est en droit d'acquérir à sa seule initiative, immédiatement ou à terme, en vertu d'un accord ou d'un instrument financier.
Précisez (cf. I°)

e- Actions dont le déclarant à l'usufruit.
Précisez le nombre d'actions :

f- Actions ou droits de vote possédés par un tiers avec lequel a été conclu un accord de cession temporaire portant sur ces actions ou droits de vote.
Précisez le nombre d'actions :

g- Actions déposées auprès du déclarant, à conditions que celui-ci puisse exercer les droits de vote qui leurs sont attachés comme il l'entend en l'absence d'instructions spécifiques des actionnaires.
Précisez le nombre d'actions :

h- Droits de vote que le déclarant peut exercer librement en vertu d'une procuration en l'absence d'instructions spécifiques des actionnaires concernés.
Précisez le nombre de droits de vote :

F°) Autres informations

G°) Récapitulatif des participations en droits de vote et en capital du (ou des) déclarant(s) après franchissement de seuil(s)

	Actions	% capital	Droits de vote	% droits de vote
Total (actions et droits de votes détenus à titre individuel et au titre de l'assimilation) :				

H°) Informations complémentaires

a- Titres donnant accès à terme à des actions à émettre et aux droits de vote qui y seront attachés.
Précisez la nature des titres :

b- Actions déjà émises que l'actionnaire peut acquérir en vertu d'un accord ou d'un instrument financier, lorsque les conditions posées à l'article L. 233-9 I 4° ne sont pas remplies.
Précisez la nature de l'accord ou de l'instrument financier:

c- Actions déjà émises sur lesquelles portent tout accord ou un instrument financier, réglé exclusivement en espèce et ayant un effet économique similaire à la possession desdites actions.
Précisez la nature de l'accord ou de l'instrument financier :

III°) Informations à destination de l'AMF

A°): Coordonnées de la personne chargée de suivre le présent dossier

Prénom(s) et nom :

Tél. :

Fax :

Email : @

Société d'appartenance :

B°) Personne à facturer

Nom ou dénomination sociale (et nom de la personne concernée) :

Adresse de facturation :

Tél. :

Fax :

Fait à :

Le : / /

Signature :

(Nom, prénom et qualité)

Autorité des marchés financiers - AMF

Direction des Emetteurs
17, place de la bourse

75082 PARIS Cedex 02

Courriel : declarationseuil@amf-france.org

Tél. : +00 33 (0)1 53 45 62 77

Fax : +00 33 (0)1 53 45 62 68

II. DÉCLARATIONS DE FRANCHISSEMENTS DE SEUILS DE LA SOCIÉTÉ LVMH SUITE À L'ACQUISITION DE PARTICIPATIONS DANS LA SOCIÉTÉ HERMÈS INTERNATIONAL

A. DÉCLARATION DU 27 OCTOBRE 2010

210C1109

Déclaration de franchissements de seuils et déclaration d'intention
(article L. 233-7 du code de commerce)

HERMES INTERNATIONAL
(Euronext Paris)

1. Par courrier reçu le 27 octobre 2010, la société anonyme LVMH Moët Hennessy Louis Vuitton (sise 22, avenue Montaigne 75008 Paris, ci-après parfois dénommée « LVMH »), a déclaré avoir franchi en hausse :

- le 21 octobre 2010, indirectement, par l'intermédiaire de sociétés qu'elle contrôle, les seuils de 5 % du capital et des droits de vote et 10 % du capital de la société HERMES INTERNATIONAL et détenir, à cette date, 15 016 000 actions HERMES INTERNATIONAL représentant autant de droits de vote, soit 14,22 % du capital et 8,95 % des droits de vote de cette société répartis comme suit :

	Actions	Actions (en %)	Droits de vote	Droits de vote (en %)
Sofidiv SAS	9 800 000	9,28 %	9 800 000	5,84 %
Hannibal SA	730 000	0,69 %	730 000	0,44 %
Altair Holding LLC	908 400	0,86 %	908 400	0,54 %
Ivelford Business SA	2 200 000	2,08 %	2 200 000	1,31 %
Bratton Services Inc.	837 600	0,79 %	837 600	0,5 %
Ashbury Finance Inc.	540 000	0,51 %	540 000	0,32 %
Total LVMH	15 016 000	14,22 %	15 016 000	8,95 %

- le 24 octobre 2010, indirectement, par l'intermédiaire de sociétés qu'elle contrôle, les seuils de 10 % des droits de vote et 15 % du capital de la société HERMES INTERNATIONAL et détenir, 18 017 246 actions HERMES INTERNATIONAL représentant autant de droits de vote, soit 17,07 % du capital et 10,74 % des droits de vote de cette société répartis comme suit :

	Actions	Actions (en %)	Droits de vote	Droits de vote (en %)
Sofidiv SAS	12 801 246	12,13 %	12 801 246	7,63 %
Hannibal SA	730 000	0,69 %	730 000	0,44 %
Altair Holding LLC	908 400	0,86 %	908 400	0,54 %
Ivelford Business SA	2 200 000	2,08 %	2 200 000	1,31 %
Bratton Services Inc.	837 600	0,79 %	837 600	0,5 %
Ashbury Finance Inc.	540 000	0,51 %	540 000	0,32 %
Total LVMH	18 017 246	17,07 %	18 017 246	10,74 %

Le déclarant a indiqué que les franchissements de seuils susvisés sont intervenus dans les circonstances suivantes.

Le 21 octobre 2010, Sofidiv SAS (société du groupe LVMH) a acquis des contrats sur instruments financiers à terme dénommés « *equity swaps* » conclus par deux sociétés du groupe LVMH avec deux établissements financiers au cours du premier semestre 2008, portant respectivement sur l'équivalent de 5 000 000 et de 4 800 000 actions HERMES INTERNATIONAL, et dont les échéances étaient fixées entre janvier et mai 2011. Ces contrats stipulaient un dénouement exclusivement en espèces. Puis, ce même jour, Sofidiv SAS et les établissements financiers ont conclu des avenants à ces contrats permettant un dénouement par livraison physique des titres sous-jacents. Sofidiv SAS a alors demandé le dénouement des opérations et la livraison des actions est intervenue le 22 octobre 2010.

Le 22 octobre 2010, Sofidiv SAS a acquis un contrat sur instruments financiers à terme dénommé « *equity swap* » conclu avec un établissement financier au cours du deuxième trimestre 2008 (dont l'échéance était fixée à juin 2010, prorogée ensuite à juin 2012) par une société du groupe LVMH, portant sur l'équivalent de 3 001 246 actions HERMES INTERNATIONAL. Ce contrat stipulait un dénouement exclusivement en espèces. Le 24 octobre 2010, Sofidiv SAS et l'établissement financier ont conclu un avenant à ce contrat permettant un dénouement par livraison physique des titres sous-jacents. Sofidiv SAS a alors demandé le dénouement de l'opération et la livraison des actions est intervenue le 25 octobre 2010.

En outre, le déclarant a précisé, au titre de l'article 223-14 III 3° et IV du règlement général, détenir un contrat d'échange de flux financiers sur actions « *equity swap* », portant sur l'équivalent de 204 056 actions HERMES INTERNATIONAL, avec dénouement exclusivement en espèces, dont la date d'échéance est fixée à l'issue de la période de dénouement débutant le 4 avril 2014.

2. Par courrier reçu le même jour, la déclaration d'intention suivante a été effectuée :

« Déclaration des objectifs de LVMH Moët Hennessy Louis Vuitton pour les six mois à venir. LVMH Moët Hennessy Louis Vuitton déclare :

- ne pas agir de concert avec un tiers ;

- ne pas envisager de demander sa nomination ou celle de personnes la représentant au conseil de surveillance de HERMES INTERNATIONAL ;

- envisager de poursuivre, le cas échéant, ses achats d'actions HERMES INTERNATIONAL, en fonction des circonstances et de la situation de marché ;

- ne pas avoir conclu d'accord de cession temporaire ayant pour objet les actions ou les droits de vote de l'émetteur ;

- avoir financé les acquisitions des actions HERMES INTERNATIONAL avec les ressources propres de son groupe ;

- ne pas envisager de prendre le contrôle de HERMES INTERNATIONAL ou de déposer une offre publique d'achat et par voie de conséquence n'envisager aucune des opérations mentionnées à l'article 223-17 I 6° du règlement général de l'Autorité des marchés financiers ;

L'investissement de LVMH dans HERMES INTERNATIONAL a un caractère stratégique et de long terme. LVMH soutient la vision stratégique, le développement et le positionnement de HERMES INTERNATIONAL ».

B. DÉCLARATION DU 21 DÉCEMBRE 2010

210C1299

Déclaration de franchissement de seuil et déclaration d'intention

(article L. 233-7 du code de commerce)

HERMES INTERNATIONAL

(Euronext Paris)

1. Par courrier reçu le 21 décembre 2010, la société anonyme LVMH Moët Hennessy Louis Vuitton (sise 22, avenue Montaigne 75008 Paris, ci-après parfois dénommée « LVMH »), a déclaré avoir franchi en hausse, le 17 décembre 2010, indirectement, par l'intermédiaire de sociétés qu'elle contrôle, le seuil de 20 % du capital de la société HERMES INTERNATIONAL et détenir 21 338 675 actions HERMES INTERNATIONAL représentant autant de droits de vote, soit 20,21 % du capital et 12,73 % des droits de vote de cette société répartis comme suit :

	Actions	Actions (en %)	Droits de vote	Droits de vote (en %)
LVMH Fashion Group	16 852 675	15,96 %	16 852 675	10,05 %
Altair Holding LLC	908 400	0,86 %	908 400	0,54 %
Ivelford Business SA	2 200 000	2,08 %	2 200 000	1,31 %
Bratton Services Inc.	837 600	0,79 %	837 600	0,5 %
Ashbury Finance Inc.	540 000	0,51 %	540 000	0,32 %
Total LVMH	21 338 675	20,21 %	21 338 675	12,73 %

Ce franchissement de seuil résulte d'acquisitions d'actions HERMES INTERNATIONAL intervenues sur le marché et hors marché.

En outre, le déclarant a précisé, au titre de l'article 223-14 III 3° et IV du règlement général, détenir un contrat d'échange de flux financiers sur actions « *equity swap* », portant sur l'équivalent de 204 056 actions HERMES INTERNATIONAL, avec dénouement exclusivement en espèces, dont la date d'échéance est fixée à l'issue de la période de dénouement débutant le 4 avril 2014.

2. Par le même courrier, la déclaration d'intention suivante a été effectuée :

« Déclaration des objectifs de LVMH Moët Hennessy Louis Vuitton pour les six mois à venir. LVMH Moët Hennessy Louis Vuitton déclare :

- ne pas agir de concert avec un tiers ;*
- ne pas envisager de demander sa nomination ou celle de personnes la représentant au conseil de surveillance de HERMES INTERNATIONAL ;*
- envisager de poursuivre, le cas échéant, ses achats d'actions HERMES INTERNATIONAL, en fonction des circonstances et de la situation de marché ;*
- ne pas avoir conclu d'accord de cession temporaire ayant pour objet les actions ou les droits de vote de l'émetteur ;*
- avoir financé les acquisitions des actions HERMES INTERNATIONAL avec les ressources propres de son groupe ;*
- ne pas envisager de prendre le contrôle de HERMES INTERNATIONAL ou de déposer une offre publique d'achat et par, voie de conséquence, n'envisager aucune des opérations mentionnées à l'article 223-17 I 6° du règlement général de l'Autorité des marchés financiers ;*

L'investissement de LVMH dans HERMES INTERNATIONAL a un caractère stratégique et de long terme. LVMH soutient la vision stratégique, le développement et le positionnement de HERMES INTERNATIONAL ».

TABLEAU COMPARATIF

Texte en vigueur	Texte de la proposition de loi	Texte élaboré par la commission en vue de son examen en séance publique
Code de commerce	Proposition de loi tendant à améliorer l'information du marché financier en matière de franchissements de seuils en droit boursier	<i>La commission a décidé de ne pas établir de texte. En conséquence, en application de l'article 42, alinéa premier, de la Constitution, et de l'article 42-6 du Règlement du Sénat, la discussion en séance publique portera sur le texte de la proposition de loi.</i>
Article L. 233-7	Article 1^{er}	
I.-Lorsque les actions d'une société ayant son siège sur le territoire de la République sont admises aux négociations sur un marché réglementé d'un Etat partie à l'accord sur l'Espace économique européen ou sur un marché d'instruments financiers admettant aux négociations des actions pouvant être inscrites en compte chez un intermédiaire mentionné à l'article L. 211-3 du code monétaire et financier, toute personne physique ou morale agissant seule ou de concert qui vient à posséder un nombre d'actions représentant plus du vingtième, du dixième, des trois vingtièmes, du cinquième, du quart, des trois dixièmes, du tiers, de la moitié, des deux tiers, des dix-huit vingtièmes ou des dix-neuf vingtièmes du capital ou des droits de vote informe la société dans un délai fixé par décret en Conseil d'Etat, à compter du franchissement du seuil de participation, du nombre total d'actions ou de droits de vote qu'elle possède.	L'article L. 233-7 du code de commerce est ainsi modifié : I. - Le I est ainsi modifié : 1° Le premier alinéa est ainsi modifié :	
	a) Après les mots : « qui vient à posséder », sont insérés les mots : « directement ou indirectement » ; b) Avant les mots : « du vingtième », sont insérés les mots : « des trois centièmes, » ;	
	2° Au cinquième alinéa, la	

Texte en vigueur	Texte de la proposition de loi	Texte élaboré par la commission en vue de son examen en séance publique
<p>préjudice des dispositions du 4° du I de l'article L. 233-9 du présent code. Il en est de même pour les droits de vote que cette personne peut acquérir dans les mêmes conditions ;</p>	<p>référence : « du 4° » est remplacée par les références : « des 4° et 4° bis » ;</p>	
<p>.....</p> <p>c) 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 exclusivement en espèces et ayant pour cette personne un effet économique similaire à la possession desdites actions. Il en va de même pour les droits de vote sur lesquels porte dans les mêmes conditions tout accord ou instrument financier.</p>	<p>3° Le sixième alinéa est supprimé.</p>	
<p>.....</p> <p>Le règlement général précise également les modalités de calcul des seuils de participation et les conditions dans lesquelles un accord ou instrument financier, mentionné au c du I, est considéré comme ayant un effet économique similaire à la possession d'actions.</p>	<p>II. - Le dernier alinéa du II est ainsi rédigé :</p> <p>« Le règlement général précise également les modalités de calcul des seuils de participation. »</p>	
<p>.....</p> <p>VII. — Lorsque les actions de la société sont admises aux négociations sur un marché réglementé, la personne tenue à l'information prévue au I est tenue de déclarer, à l'occasion des franchissements de seuil du dixième, des trois vingtièmes, du cinquième ou</p>	<p>III. - Après le VI, il est inséré un VI <i>bis</i> ainsi rédigé :</p> <p>« VI <i>bis</i>. - Lorsque la personne tenue à l'information prévue aux I et II a déclaré une participation dont la répartition des titres est modifiée entre, d'une part, les actions et les droits de vote possédés, et d'autre part, les actions et les droits de vote assimilés mentionnés au I de l'article L. 233-9, le règlement général de l'Autorité des marchés financiers précise les conditions dans lesquelles cette personne est tenue d'effectuer une nouvelle déclaration dans les mêmes conditions. »</p> <p>IV. - Le deuxième alinéa du VII est remplacé par neuf alinéas ainsi rédigés :</p>	

Texte en vigueur	Texte de la proposition de loi	Texte élaboré par la commission en vue de son examen en séance publique
<p>du quart du capital ou des droits de vote, les objectifs qu'elle a l'intention de poursuivre au cours des six mois à venir.</p> <p>Cette déclaration précise les modes de financement de l'acquisition, si l'acquéreur agit seul ou de concert, s'il envisage d'arrêter ses achats ou de les poursuivre, d'acquérir ou non le contrôle de la société, la stratégie qu'il envisage vis-à-vis de l'émetteur et les opérations pour la mettre en œuvre ainsi que tout accord de cession temporaire ayant pour objet les actions et les droits de vote. Elle précise si l'acquéreur envisage de demander sa nomination ou celle d'une ou plusieurs personnes comme administrateur, membre du directoire ou du conseil de surveillance. Le règlement général de l'Autorité des marchés financiers précise le contenu de ces éléments en tenant compte, le cas échéant, du niveau de la participation et des caractéristiques de la personne qui procède à la déclaration.</p>	<p>« Cette personne précise dans sa déclaration :</p> <p>« a) Les modes de financement de l'acquisition ;</p> <p>« b) Si elle agit seule ou de concert ;</p> <p>« c) Si elle envisage d'arrêter ses achats ou de les poursuivre, et d'acquérir ou non le contrôle de la société ;</p> <p>« d) La stratégie qu'elle envisage vis-à-vis de l'émetteur et les opérations pour la mettre en œuvre ;</p> <p>« e) Ses intentions quant au dénouement des accords et instruments mentionnés aux 4° et 4° bis du I de l'article L. 233-9, si elle est partie à de tels accords ou instruments ;</p> <p>« f) Tout accord de cession temporaire ayant pour objet les actions et les droits de vote ;</p> <p>« g) Si elle envisage de demander sa nomination ou celle d'une ou plusieurs personnes comme administrateur, membre du directoire ou du conseil de surveillance.</p>	

Texte en vigueur	Texte de la proposition de loi	Texte élaboré par la commission en vue de son examen en séance publique
<p>Article L. 233-9</p> <p>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 :</p> <p>1° Les actions ou les droits de vote possédés par d'autres personnes pour le compte de cette personne ;</p> <p>2° Les actions ou les droits de vote possédés par les sociétés que contrôle cette personne au sens de l'article L. 233-3 ;</p> <p>3° Les actions ou les droits de vote possédés par un tiers avec qui cette personne agit de concert ;</p> <p>4° Les actions déjà émises que cette personne, ou l'une des personnes mentionnées aux 1° à 3° est en droit d'acquérir à sa seule initiative, immédiatement ou à terme, en vertu d'un accord ou d'un instrument financier mentionné à l'article L. 211-1 du code monétaire et financier. Il en va de même pour les droits de vote que cette personne peut acquérir dans les mêmes conditions. Le règlement général de l'Autorité des marchés financiers précise les conditions d'application du présent alinéa ;</p>	<p>« Le règlement général de l'Autorité des marchés financiers précise le contenu de ces éléments en tenant compte, le cas échéant, du niveau de la participation et des caractéristiques de la personne qui procède à la déclaration. »</p> <p>Article 2</p> <p>Le I de l'article L. 233-9 du même code est ainsi modifié :</p> <p>1° La dernière phrase du 4° est supprimée ;</p> <p>2° Après le 4°, il est inséré un 4° <i>bis</i> ainsi rédigé :</p> <p>« 4° <i>bis</i> Les actions déjà émises sur lesquelles porte tout accord ou instrument financier mentionné à l'article L. 211-1 du code monétaire et financier, réglé en espèces et ayant pour cette personne, ou l'une des personnes mentionnées aux 1° et 3°, un effet économique similaire à la possession desdites actions. Il en va de même pour les droits de vote sur lesquels porte, dans les mêmes conditions, tout accord ou instrument</p>	

Texte en vigueur	Texte de la proposition de loi	Texte élaboré par la commission en vue de son examen en séance publique
<p>.....</p> <p>Article L. 233-14</p> <p>L'actionnaire qui n'aurait pas procédé régulièrement à la déclaration prévue aux I et II de l'article L. 233-7 ou au VII de cet article est privé des droits de vote attachés aux actions excédant la fraction qui n'a pas été régulièrement déclarée pour toute assemblée d'actionnaires qui se tiendrait jusqu'à l'expiration d'un délai de deux ans suivant la date de régularisation de la notification.</p> <p>Dans les mêmes conditions, les droits de vote attachés à ces actions et qui n'ont pas été régulièrement déclarés ne peuvent être exercés ou délégués par l'actionnaire défaillant.</p>	<p>financier ; »</p> <p>3° Il est ajouté un alinéa ainsi rédigé :</p> <p>« 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. »</p> <p>Article 3</p> <p>L'article L. 233-14 du même code est ainsi modifié :</p> <p>1° Le début du premier alinéa est ainsi rédigé :</p> <p>« L'actionnaire qui n'aurait pas procédé régulièrement aux déclarations prévues à l'article L. 233-7 auxquelles il était tenu est privé... » (<i>le reste sans changement</i>) ;</p> <p>2° Après le deuxième alinéa, il est inséré un alinéa ainsi rédigé :</p> <p>« Lorsque l'irrégularité de la déclaration porte sur tout accord ou instrument financier mentionné à l'article L. 233-9, l'Autorité des marchés financiers peut prononcer, à l'encontre de la personne tenue à l'obligation de déclaration, la sanction pécuniaire prévue au c du III de l'article L. 621-15 du code monétaire et financier. »</p>	<p>.....</p>
<p>.....</p> <p>Code monétaire et financier</p> <p>Article L. 433-3</p>	<p>Article 4</p>	

Texte en vigueur	Texte de la proposition de loi	Texte élaboré par la commission en vue de son examen en séance publique
<p>I.-Le règlement général de l'Autorité des marchés financiers fixe les conditions dans lesquelles toute 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. A défaut d'avoir procédé à ce dépôt, les titres détenus par cette personne au-delà des trois dixièmes ou au-delà de sa détention augmentée de la fraction d'un cinquantième susmentionnée du capital ou des droits de vote sont privés du droit de vote.</p>	<p>Le I de l'article L. 433-3 du code monétaire et financier est ainsi modifié :</p>	
<p>.....</p> <p>Le règlement général de l'Autorité des marchés financiers fixe également les conditions dans lesquelles l'autorité peut accorder une dérogation à l'obligation de déposer un projet d'offre publique portant sur des instruments financiers émis par une société dont le siège social est établi en France et dont les instruments financiers sont admis aux négociations sur un marché réglementé d'un Etat</p>	<p>1° Dans le dernier alinéa, le mot : « également » est supprimé ;</p>	

Texte en vigueur	Texte de la proposition de loi	Texte élaboré par la commission en vue de son examen en séance publique
<p>—</p> <p>membre de l'Union européenne ou d'un autre Etat partie à l'accord sur l'Espace économique européen.</p>	<p>—</p> <p>2° Il est ajouté un alinéa ainsi rédigé :</p> <p>« Le règlement général de l'Autorité des marchés financiers fixe également les conditions dans lesquelles l'autorité peut autoriser le franchissement temporaire des seuils mentionnés au premier alinéa si le dépassement résulte d'une opération n'ayant pas pour finalité l'obtention ou l'accroissement du contrôle de la société au sens de l'article L. 233-3 du code de commerce et si sa durée n'excède pas un délai fixé par le règlement général. La ou les personnes concernées s'engagent alors à ne pas exercer, pendant la période de reclassement des titres, les droits de vote correspondants. »</p>	<p>—</p>