

L'INFORMATION DU MARCHÉ
DERNIER REMPART CONTRE LES FONDS ACTIVISTES ?
LA DÉCISION DE LA COMMISSION DES SANCTIONS
CONTRE LES FONDS ELLIOTT DU 17 AVRIL 2020
MARQUE-T-ELLE LA FIN DE LA PRATIQUE DU *HOLD OUT* ?



par Farid Fatah,
Avocat au barreau de Paris

Par une décision du 17 avril 2020, la commission des sanctions de l'AMF a sanctionné les fonds *Elliott Advisors UK Limited et Elliott Capital Advisors L.P.* à hauteur de 20 millions d'euros pour manquement aux obligations d'information prévues par la réglementation boursière. Cette décision accompagnée d'une communication publiée par le régulateur le 28 avril 2020 concernant l'activisme et les évolutions prochaines de la réglementation boursière pourrait marquer un coup d'arrêt à certaines pratiques des fonds activistes.

Rappel de la réglementation

Déclaration de franchissement de seuil – information due à la société, au régulateur et au marché

1. L'article L.233-7 du Code de commerce prévoit que toute personne physique ou morale agissant seule ou de concert qui vient à posséder, directement ou indirectement, 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. Les statuts de la société peuvent prévoir une obligation de déclaration plus

basse dès 0,5% du capital ou des droits de vote de la société. Ces seuils peuvent être utiles dans les sociétés de grande capitalisation où avec seulement 10 % du capital un actionnaire peut exercer seul une influence décisive sur les affaires sociales. Il est utile dans ces conditions de voir apparaître les nouveaux actionnaires dès lors par exemple qu'ils viennent à détenir plus de 1 ou 2 % du capital ou des droits de vote. L'obligation de renouveler la déclaration lors du franchissement d'un multiple de ce pourcentage permet en outre de suivre presque en temps réel la montée en puissance de cet actionnaire¹. L'identité du déclarant, la date de franchissement de seuil et d'autres informations doivent être transmises conformément aux dispositions du RGAMF qui encadre les modalités de notification².

2. L'article L.233-7 du Code de commerce prévoit en outre que toute personne agissant seule ou de concert et qui vient à posséder plus de 10 %, 15 %, 20 % ou encore 25 % du capital ou des droits de vote d'une société cotée, doit déclarer publiquement ses intentions concernant la société pour les 6 mois à venir et préciser si ladite personne (i) agit seule ou de concert, (ii) envisage d'arrêter ses achats ou de les poursuivre, (iii) envisage d'acquérir ou non le contrôle de la société, (iv) envisage de demander sa nomination ou celle d'une ou plusieurs personnes comme administrateur, membre du directoire ou du conseil de surveillance.

¹ F. MARTIN LAPRADE, Franchissement de seuils, Etude Joly Bourse, 2017.

² Voir notamment les articles 233-11 à 233-15 du RGAMF ainsi qu'instruction 2008-02.

3. Ces mécanismes servent à encadrer la bonne information du marché et encadrer les opérations de M&A cotées. Cela protège les opérations de M&A cotées en participant à leur bonne réalisation et en empêchant que certains tiers à ces opérations n'interfèrent opportunément dans les offres publiques en investissant dans un bloc de contrôle minoritaire pour empêcher la réalisation d'offres publiques (souvent suivies de retrait obligatoire pour retirer les titres de la société cotée de la bourse contrôlée à la suite de l'offre publique). C'est ce qu'avaient entrepris des fonds opportuniste dits activistes qui tirant profit d'opérations de M&A cotées acquéraient des actions des sociétés sous offre publique ou des cibles potentielles pour bloquer le retrait obligatoire et solliciter un prix plus fort pour permettre à l'initiateur de finaliser son opération³.

Définition du *hold out* et rappel des faits

4. Dans l'affaire ayant conduit à sa condamnation les fonds Elliott avaient empêché la bonne réalisation de l'offre publique initiée par la société XPO France sur la société Norbert Dentressangle SA⁴.

5. Cette pratique connue sous l'expression *hold out* est une pratique consistant à acquérir des actions d'une société cotée et bloquer la procédure de retrait obligatoire (comme ce fut le cas au capital des sociétés Camaïeu Buffalo Grill, APRR ou Radiall).

6. Dans les faits, XPO France filiale de XPO Logistics Inc., société américaine de transport et de logistique cotée à la bourse de New-York avait annoncé lancer une offre publique d'achat simplifiée (OPAS) sur les actions de Norbert Dentressangle SA au prix de **217,5 euros par action** après avoir annoncé avoir conclu un contrat de cession d'un bloc d'actions majoritaire de 66,71% du capital de la société française le 28 avril 2015. L'AMF publiait une décision le lendemain pour marquer la période de pré-offre. La réalisation du contrat de cession d'actions intervenait le 8 juin 2015, de sorte à ce que l'OPAS soit déposée le 11 juin 2015.

7. Dans le même temps, le 29 avril 2015 ayant eu connaissance de cette annonce par XPO, un *trader* et analyste de la branche britannique d'Elliott profitait de la nouvelle pour la transmettre à un autre employé par *e-mail* suggérant que l'offre publique présentait un intérêt financier pour Elliott s'ils bloquaient l'offre publique précisant « Franck, petite chance d'une opportunité de *hold out/bump* en France »⁵.

8. Entre le 8 mai et le 21 juillet la branche britannique d'Elliott achetait sur les marchés des actions et instruments

dérivés de Norbert Dentressangle SA (procédant à un ramassage des titres quotidiennement entre la mi-mai et la mi-juin).

9. *Elliott Capital Advisor, limited partnership*, dirigée par M. Paul Singer, en qualité d'associée commanditée des fonds Elliott déclarait entre le 8 mai et le 21 juillet 2015 différentes déclarations de franchissement de seuils et d'intention, notamment à la suite du franchissement en hausse de 2,39% du capital le 15 mai via l'acquisition de 100 actions et 234.635 contrats financiers avec paiement d'un différentiel (*contracts for difference ou CFD*) en affirmant poursuivre une stratégie d'acquisition en fonction des conditions de marché. Le 24 juin 2015, Elliott a déclaré avoir franchi en hausse le 18 juin 2015 les seuils de 5% du capital et des droits de vote de la société Norbert Dentressangle à raison des instruments dérivés conclus et détenir 530.538 CFD, représentant une exposition égale à 5,39% du capital et 5,37% des droits de vote de cette société. Précisant à ce moment envisager de déboucler sa position en CFD et de la remplacer par une détention physique des actions Norbert Dentressangle.

10. Le 25 juin 2015, le conseil d'Elliott adressait à l'AMF un e-mail indiquant : « *En application de l'article 231-46 du Règlement Général de l'AMF, vous voudrez bien vouloir trouver ci-joint la déclaration d'opérations intervenues le 24 juin 2015. / Veuillez noter que la déclaration d'intention incluse dans le formulaire ne comporte aucune modification par rapport à celle transmise le vendredi 15 mai et ne traduit de ce fait aucun changement d'intention de la part des sociétés concernées.* ».

11. Le 2 juillet 2015, la branche britannique dénouait l'intégralité des instruments dérivés détenus par les Fonds Elliott et profitait les actions Norbert Dentressangle que la banque avait acquis en couverture, portant ainsi la participation d'Elliott à 7,56% du capital et 7,52% des droits de vote. Le 10 juillet 2015, ECA déclarait son intention de « *poursuivre les acquisitions d'actions Norbert Dentressangle et/ou d'instruments dérivés relatifs aux actions Norbert Dentressangle* » et de ne pas « *apporter les actions acquises à l'offre initiée par XPO France* ».

12. La clôture de l'OPAS intervenait le 17 juillet 2015 et à la publication des résultats le 21 juillet 2015 XPO France ne détenait que 86,25% du capital de Norbert Dentressangle SA sans pouvoir mettre en œuvre le retrait obligatoire envisagé alors qu'Elliott détenait 9,18% du capital et 9,076% des droits de vote.

13. L'AMF dans sa décision du 17 avril 2020 a eu l'occasion de rappeler que les déclarations de franchissement de

³ Cette pratique a conduit le législateur à assouplir les conditions de retrait obligatoire à 90% du capital acquis, voir articles L.433-4, II, 1 du Code monétaire et financier et 237-1 du RGAME.

⁴ Voir AMF décision du 17 avril 2020 condamnant les fonds Elliott à 20.000.000 d'euros au visa des articles L.233-7 et L.233-9 du Code de commerce ainsi que d'autres dispositions du RGAME.

⁵ Traduction fournie dans la décision de l'AMF « Franck, small chance of a french hold out:/bump opportunity ».

seuils et d'intention (prévues par les articles L.233-7 du Code de commerce et 223-11 et suivants du RGAMF ainsi que les dispositions des articles 231-44 et suivants du RGAMF correspondant aux déclarations en cours d'offre publique) doivent être rigoureusement respectées sous peine de sanctions pécuniaires importantes.

Un CFD n'est pas un *Equity Swap*

14. Le manquement à ces obligations est constitué dès lors que les informations qu'elles contiennent sont erronées et incomplètes. Or, en précisant qu'il avait acquis des CFD, Elliott omettait de préciser que les instruments étaient livrables en actions Dentressangle SA, ce qui correspondait en fait à des *equity swaps* (bien connus pour ramasser des titres discrètement depuis les affaires Wendel et Hermès⁶). En affirmant posséder des CFD au lieu de préciser que les instruments à la disposition d'Elliott étaient des *equity swaps*, Elliott faussait la perception des acteurs du marché qui ne pouvaient apprécier la réalité des objectifs qu'il poursuivait à savoir bloquer le retrait obligatoire envisagé par XPO dans son communiqué du 28 avril 2015.

15. Au cours de son enquête, l'AMF a découvert qu'il s'agissait bien d'un objectif faisant suite à l'*e-mail* interne de l'analyste *trader* de la branche britannique d'Elliott du 29 avril 2015 puisqu'un dirigeant de ladite branche britannique du fonds américain affirmait le 11 mai 2015 « nous pensons que le seuil de 95% revêt une importance substantielle pour XPO, pas seulement du point de vue du retrait obligatoire et du retrait de la cote mais aussi pour des raisons d'intégration fiscale [...] notre objectif est d'atteindre un niveau de détention de 5% (€106m) **pour empêcher le retrait obligatoire et essayer d'obtenir une augmentation du prix de l'offre pour nos actions** »⁷.

16. Cette découverte justifie au moins autant la lourde sanction prononcée que le défaut de communication au titre des déclarations de franchissement de seuils puisqu'en filigrane, Elliott trompait le marché pour empêcher la réalisation d'une opération effectuée dans les règles de l'art (l'AMF avait apposé son visa à la note d'information) pour s'enrichir et tirer un avantage pécuniaire de plusieurs manquements à la transparence du marché. L'AMF a en effet pris le soin de relever que le 22 novembre 2019 Elliott avait accepté de céder à XPO le reliquat des actions Norbert Dentressangle qu'il détenait (898.128 actions) pour un montant

de 260 euros par action, soit une plus-value de 38.170.440 euros. Bien qu'elle ait relevé que la plus-value d'Elliott ne résultait pas directement des manquements, la commission des sanctions semble vouloir suggérer que réaliser des profits aux termes d'opérations financières ne respectant les règles d'information du marché, à plus forte raison en période d'offre publique par des professionnels est suffisamment grave pour être sanctionné si ce n'est indu.

17. La décision du 17 avril 2020 de la commission des sanctions de l'AMF est intéressante parce qu'au delà de rappeler les règles de transparence du marché imposées par le Code de commerce et la réglementation boursière, elle sanctionne le blocage d'une opération de M&A cotée sous couvert d'un devoir d'information accru des tiers à cette opération de M&A. L'AMF semble ainsi consacrer une obligation de loyauté de l'actionnaire de société cotée en période d'offre publique dans le sens défini par le professeur Laurent AYNES qui considérait que « la loyauté exige de ne pas tromper, ne pas mentir. Mais surtout, adopter une attitude cohérente, une unité de comportement, qui permette à autrui de déterminer avec confiance sa propre conduite. En ce sens, le contraire de la loyauté est la duplicité, l'attitude double qui égare autrui et ruine ses prévisions (...) »⁸.

18. La sanction de l'information due en raison des règles de déclarations de franchissement de seuils et d'intention permet enfin d'évoquer deux autres mécanismes d'encadrement des informations concernant une société cotée par les tiers : l'obligation de communiquer la préparation d'une opération susceptible d'avoir une incidence significative sur le cours de bourse d'une société cotée sur le fondement de l'alinéa 1er de l'article 223-6 du RGAMF et le dispositif anti-rumeur (*put up or shut up*) de l'article 433-1, V du Code monétaire et financier.

19. L'article 223-6 du RGAMF avait jusqu'à récemment été ignoré ou presque de l'AMF comme le relève un auteur⁹. Il s'agissait à l'origine d'un outil préventif permettant au régulateur de contraindre l'initiateur d'une offre publique à en informer le marché en cas de rumeurs sans avoir donné lieu à une sanction pour ce motif¹⁰, qui dépassé par la création de l'article 433-1, V du Code monétaire et financier avait été instrumentalisé par la commission des sanctions de l'AMF pour sanctionner les franchissements de seuils sournois liés à des instruments sophistiqués d'*equity*

⁶ En 2007, Wendel était monté au capital de Saint Gobain en utilisant cette technique. Le groupe a contracté des *total return swaps* (produit équivalent à des *equity swaps* à dénouement en numéraire) auprès de plusieurs banques, pour chaque fois moins de 5 % du capital, et les banques se couvraient par la détention d'actions Saint Gobain. À l'échéance des contrats, Wendel a acquis les actions Saint Gobain et a ainsi pu monter à 21 % du capital par surprise.

⁷ Traduction fournie par l'AMF dans sa décision du 17 avril 2020.

⁸ L. AYNES, L'obligation de loyauté, *Archive de philosophie du droit* 2000, p. 197, n° 44.

⁹ A. VIANDIER, *op.cit.* p.140.

¹⁰ M.-N. DOMPE et N.MENESSON, franchissements de seuils et abus de marché, *Revue de droit bancaire* mars-avril 2013 p.94.

swaps (notamment dans les affaires Wendel et Hermès précitées). Un auteur notait que l'article 223-6 du RGAMF, dans l'interprétation très extensive qui est celle de l'AMF, fait courir un risque majeur à tout initiateur préparant une offre publique¹¹. Commentant la décision de la commission des sanctions de l'AMF du 17 avril 2020, un auteur remarquait que ce fondement aurait pu être invoqué en lieu et place des violations des règles de transparence des articles L.233-7 et L.233-9 du Code de commerce relevant d'une part que la définition d'opération ayant été retenue dans l'affaire Hermès – à savoir la montée, dans des proportions importantes au capital d'une société constituée, en soi, une opération financière – correspondait à la situation et d'autre part qu'à défaut de définition légale entre un CFD et un equity swap, il aurait été judicieux de traiter la montée occulte d'Elliott au capital de Dentressangle SA comme l'avaient été celles de Wendel au capital de Saint Gobain et de LVMH au capital d'Hermès pour inscrire la décision dans une jurisprudence qu'elle avait déjà développée¹². Il est possible de considérer précisément que l'affaire Elliott/ Dentressangle est singulière et qu'elle méritait une différenciation vis-à-vis d'autres mécanismes connus et utilisés par ailleurs. L'AMF a peut-être voulu anticiper sa future réglementation en matière d'activisme actionnarial en favorisant la transparence des marchés sur lequel jouent les activistes au détriment d'autres mécanismes utilisés par des sociétés industrielles souhaitant en fait préparer une prise de contrôle par une OPA sournoise.

20. S'agissant des rumeurs sur une opération de M&A d'une société cotée, il n'y a pas en principe d'obligation de répondre aux rumeurs, sauf exception¹³. Ce principe avait été affirmé par un arrêt de la Cour d'appel de Paris du 11 janvier 2000¹⁴ que « ne peut être assimilée à un « fait important » à porter à la connaissance du public, au sens du texte précité, l'information erronée ou déformée diffusée par la presse, alors qu'il ne pèse sur les émetteurs aucune obligation de contrôler les informations que la presse choisit de publier, en dehors de tout communiqué de l'émetteur. » L'AMF prévoit une première exception lorsque la société a elle-même contribué au caractère mensonger des informations diffusées¹⁵. Dans

ce cas, elle doit rétablir la vérité en publiant un démenti. Sa réponse doit être faite sous la forme d'un communiqué dont les informations doivent être exactes, précises et sincères¹⁶.

21. Le dispositif anti-rumeur est plus particulièrement encadré par les articles L. 433-1, V du Code monétaire et financier et 223-32 à 223-35 du RGAMF. L'article 223-32, alinéa 1, du règlement général de l'AMF précise de façon non limitative les hypothèses dans lesquelles la déclaration d'intention peut être exigée d'une société : « sans préjudice des dispositions de l'article 223-6, en particulier lorsque le marché des instruments financiers d'un émetteur fait l'objet de variations significatives de prix ou de volumes inhabituelles, l'AMF peut demander aux personnes dont il y a des motifs raisonnables de penser qu'elles préparent, seules ou de concert (...), une offre publique d'acquisition, d'informer, dans le délai qu'elle fixe, le public de leurs intentions. Il en est ainsi, notamment, en cas de discussions entre les émetteurs concernés ou de désignations de conseils, en vue de la préparation d'une offre publique ». Un auteur note l'imprécision des termes de l'article 223-32 du RGAMF en relevant que les « motifs raisonnables » ne sont pas définis mais illustrés par trois exemples (des variations significatives et inhabituelles du cours de la société-cible en termes de prix ou de volumes ; des discussions entre les émetteurs concernés ; la désignation de conseils) qui constituent les principales hypothèses dans lesquelles l'AMF impose une déclaration d'intention¹⁷ et relève pour chacun de ces exemples la grande appréciation de l'AMF pour utiliser ce dispositif. Concernant les variations significatives du cours de la société-cible en termes de prix ou de volumes, Jacques DEEGE relève qu'en l'absence de critère quantitatif, l'AMF dispose d'une grande liberté d'appréciation pour définir, au cas par cas, ce qui constitue une variation « significative » ou « inhabituelle ». Chaque société cotée en bourse qui constaterait des mouvements significatifs sur son cours de bourse peut saisir l'AMF si elle estime qu'ils sont liés à la préparation d'une offre. Concernant les discussions entre les sociétés cotées, l'auteur relève que cela correspond aux opérations d'offres amicales et négociées entre les sociétés et justifie certainement l'absence de précédents dans un tel contexte,

¹¹ A. VIANDIER, op.cit.p.148.

¹² O.DIAZ, sanction de l'AMF à l'encontre d'Elliott dans le dossier Dentressangle : l'occasion ratée de fixer un cadre à la stratégie de chantage au retrait obligatoire. Club des juristes, 2 mai 2020.

¹³ Voir le Guide de l'information permanente et de la gestion de l'information privilégiée, AMF DOC 2016-08 précisant « « [...] un émetteur n'a pas l'obligation de communiquer à la suite de toutes les rumeurs le concernant. » (cf. § 1.4.1, page 17) ; « [...] un émetteur n'a pas l'obligation de répondre à toutes les rumeurs le concernant. » (cf. § 1.6.4.2, page 30). »

¹⁴ C.A. Paris ° 1999/14962, Sté Fermière du Casino municipal de Cannes

¹⁵ Voir AMF, commission des sanctions du 19 décembre 2007 « Considérant que si, de manière générale, l'émetteur n'a pas à rectifier les informations erronées diffusées dans la presse, en l'espèce, M. Fr. G. avait, à la suite de la parution des indications aussi précises que mensongères qu'il avait contribué à donner au marché, l'impérieuse obligation de rétablir la vérité ; qu'il aurait dû le faire au moyen d'un communiqué largement diffusé, susceptible d'atteindre ceux qui avaient pris connaissance de la lettre hebdomadaire [...] »

¹⁶ article 223-1 du RGAMF.

¹⁷ Jacques DEEGE, Défense anti-opa, Etude Joly Bouse, 2020.

puisqu'en pratique les sociétés annoncent être en discussion avant le déclenchement du dispositif¹⁸. Concernant la désignation de conseils, il relève enfin que cette désignation intervient généralement à un stade très préliminaire de la préparation d'une offre. D'autres auteurs notant que des « banques sont souvent mandatées pour rechercher des cibles, faire de la "veille" stratégique, des avocats peuvent être chargés d'étudier la faisabilité théorique d'un rapprochement, bien en amont de la préparation d'une offre »¹⁹. Il est vrai que les banques d'affaires travaillent régulièrement dans le cadre de veilles stratégiques dites de couverture d'une société cotée ou *coverage* qui donnent lieu à des scénarii d'offres publiques multiples, c'est d'ailleurs un des cœurs de métier de ces banques-conseils. Pour une cible, le dispositif de *put up or shut up* est un moyen de forcer un assaillant potentiel à se dévoiler ou à précipiter la mise en œuvre d'une offre²⁰.

22. L'AMF peut également de sa propre initiative contraindre un émetteur à dévoiler ses intentions sur les bases de rumeurs. Florence Roussel, ancienne secrétaire général adjoint de l'AMF précisait dans un colloque que « le dispositif prévoit deux étapes. L'AMF procède dans un premier temps à une demande officieuse. Elle décide ensuite de l'opportunité de lancer une procédure officielle »²¹.

23. En cas de procédure officielle, l'AMF fixe le délai dans lequel la déclaration devra être effectuée. Cette déclaration prend la forme d'un « communiqué soumis préalablement à l'appréciation de l'AMF » et dont l'auteur s'assure de la diffusion effective²². L'AMF n'offre à l'initiateur potentiel que deux options : celui-ci doit déclarer (a) soit qu'il a l'intention de lancer une offre, (b) soit qu'il n'en a pas l'intention. En cas de déclaration positive, l'AMF « fixe la date à laquelle [les personnes mentionnées à l'article 223-32] doivent publier un communiqué portant sur les caractéristiques du projet d'offre ou, selon le cas, déposer un projet d'of-

fre »²³. En cas de déclaration négative ou si les personnes concernées sont réputées ne pas avoir l'intention de déposer un projet d'offre, en principe, le déclarant ne peut procéder au dépôt d'une offre pendant un délai de 6 mois à compter de la déclaration ou du délai fixé par l'AMF sauf si le déclarant justifie « de modifications importantes dans l'environnement, la situation ou l'actionnariat des personnes concernées, y compris l'émetteur lui-même »²⁴. Pendant ce délai de six mois, lorsque les personnes concernées « viennent à accroître d'au moins 2 % le nombre de titres de capital et donnant accès au capital ou aux droits de vote de l'émetteur concerné qu'elles possèdent, elles en font immédiatement la déclaration et indiquent les objectifs qu'elles ont l'intention de poursuivre jusqu'à l'échéance de ce délai. »

24. En pratique, ce dispositif peut contraindre l'initiateur potentiel à renoncer à son offre faute de temps suffisant accordé par l'AMF, ainsi un fonds d'investissement pourrait être contraint à répondre par la négative à la demande de l'AMF si le temps qui lui est accordé ne lui permet pas de structurer un financement.²⁵

25. L'AMF fait appel à ce dispositif régulièrement, elle l'a fait pour la première fois à la demande d'une cible (Suez) alors que des rumeurs prêtaient à Artémis le projet de déposer une offre publique sur ses titres. Elle fit de même en demandant des clarifications à l'entreprise italienne ENI à la suite de rumeurs de presse évoquant une possible offre sur Technip, mais aussi en cours d'offre (Fosun-Ardian sur les titres du Club Med) concernant une potentielle contre-offre du fonds d'investissement Investindustrial. Un tel dispositif est susceptible de calmer les ardeurs d'un initiateur potentiel au regard des délais que lui impose l'AMF et la couverture médiatique que cela peut générer autour de lui. A ce titre, il est possible de noter que la société Safran alimentait des rumeurs de place en 2010 con-

¹⁸ J. DEEGE, op.cit. « On pourrait toutefois concevoir qu'une société, approchée par une autre dans le cadre d'un projet d'offre publique et qui n'accueillerait pas favorablement ledit projet, saisisse ensuite l'AMF pour contraindre l'assaillant à se dévoiler ».

¹⁹ Y. SCHMIDT et M. SALLE, Artémis/Suez, Première application du dispositif de gestion des rumeurs d'OPA : l'AMF devra clarifier ses intentions, LPA 4 juin 2007, p. 3.

²⁰ A. VIANDIER, op.cit. note que ce système de déclaration forcée peut avoir l'effet pervers de faire courir de fausses rumeurs pour « enfumer » le prédateur éventuel et le faire sortir précipitamment de sa tanière. Voir p.150.

²¹ Cette procédure débute par une lettre du secrétaire général de l'AMF ou de son président demandant à un initiateur potentiel de préciser / clarifier ses intentions. L'AMF faisant preuve de réactivité n'attend pas la réunion d'un collège.

²² Article 223-32, alinéa 2 du RGAMF.

²³ Article 233-33 du RGAMF.

²⁴ Article 223-35 du RGAMF.

²⁵ Voir J-M. DARROIS, O. DIAZ, F. BASDEVANT, B. de JUVIGNY et C. JOLINOT, OPA/OPE : Défense et obligations d'une société cible, notant que : « L'AMF a donné un délai de trente jours à Artémis pour confirmer le dépôt de son offre, délai sensiblement plus court que les délais britanniques qui sont de six à huit semaines, or nous l'avons vu, un délai trop court peut risquer d'avoir pour conséquence de contraindre l'initiateur potentiel de renoncer à faire une offre ferme, faute de temps pour la structurer. Face à ce problème il semble que toutes les populations d'initiateurs ne soient pas dans une situation identique. En effet, l'initiateur industriel a probablement besoin de moins de temps pour se déclarer qu'un fonds d'investissement sera incité à répondre par la négative si on le contraint à répondre dans un délai très court parce qu'il n'aura pas eu le temps suffisant pour structurer son dispositif en particulier de financement. Or, ceci peut être préjudiciable aux actionnaires qui peuvent ainsi être privés d'une offre publique parce que l'initiateur a été contraint de répondre par la négative ».

cernant une offre publique de Zodiac en évoquant un rapprochement potentiel et s'était vu imposer de déclarer ses intentions sous 48 heures par l'AMF²⁶. Le lendemain Safran déclarait ne pas avoir d'intention concernant Zodiac... La rumeur étant éteinte nette ne s'est confirmée que sept ans plus tard²⁷ par le dépôt d'une offre mixte (incluant une branche en numéraire et en actions de Safran) sur Zodiac dans un tout autre contexte.

26. Ainsi les tiers ne disposent pas librement des informations sur une société cotée et les mécanismes évoqués préalablement prouvent qu'ils doivent être pris en compte pour la préparation d'une opération de M&A. D'autant que le cadre réglementaire boursier est en constante évolution et est appelé à se renforcer. Dernièrement, l'activisme actionnarial des fonds d'investissements dits activistes questionne le cadre de la réglementation boursière au point que toutes les associations professionnelles ou presque ont rédigé des rapports avant que l'assemblée nationale ne se saisisse du sujet²⁸.

27. Le club des juristes²⁹ avait proposé de faire évoluer la réglementation boursière en s'inspirant du mécanisme de *put up or shut up pour rendre publique les campagnes activistes en considérant que* « bien que l'actionnaire reste dans un cadre privé lorsqu'il ne se limite pas à un dialogue avec la société mais contacte également d'autres actionnaires, il provoque inévitablement une rumeur sur une campagne publique à venir. Un dispositif anti-rumeur aurait ainsi le mérite d'imposer à l'actionnaire d'avoir à se déclarer publiquement dès lors qu'il a contacté un certain nombre d'investisseurs et qu'il y a des rumeurs de préparation d'une campagne activiste. »

28. L'AMF a ainsi annoncé le 28 avril 2020 dans une communication détaillée qu'elle ajusterait prochainement la réglementation boursière (notamment son guide de l'information permanente et de la gestion de l'information privilégiée³⁰) afin d'y ajouter des développements et recommandations sur le dialogue actionnarial.

29. L'AMF prévoit également d'enrichir les déclarations de franchissement de seuils en abaissant les seuils réglementaires et en enrichissant l'information due à la société et au public (en y intégrant une information complémentaire à la charge des déclarants concernant leur détention d'instruments financiers à composante optionnelle à des fins de couverture (par exemple, options de vente (« put ») ou options d'achat (« call »))³¹.

30. Par ailleurs, l'AMF a de façon inédite interdit, en application de l'article L.421-16 II du Code monétaire et financier, la pratique de ces fonds activistes de vendre à découvert les titres de sociétés cotées (*short selling*)³² – qui fait partie des méthodes des fonds activistes – dans le cadre de la crise sanitaire du Covid-19 considérant, qu'en période de crise, cette pratique était une menace sérieuse pour la confiance des marchés³³. Déjà l'AMF s'était montrée réservée sur cette pratique en publiant de façon inédite la clôture d'une enquête contre un fonds activiste qui vendait à découvert les actions d'une société cotée en France, faisant chuter son cours de bourse³⁴.

31. Il est possible de voir dans l'importante sanction des fonds Elliott, les prémices d'une réglementation boursière plus exigeante et moins permissive vis-à-vis de certaines pratiques des fonds activistes. Un éminent auteur et praticien considère que la réglementation boursière relative à l'activisme actionnarial entre dans une ère nouvelle³⁵.

²⁶ Voir AMF, décision n°201C1174 du 17 novembre 2010.

²⁷ Dépôt AMF n° 217C2859 du 7 décembre 2017.

²⁸ Voir rapport d'information déposé par la commission des finances, de l'économie générale et du contrôle budgétaire en conclusion des travaux d'une mission d'information relative à l'activisme actionnarial le 7 novembre 2019.

²⁹ Club des juristes, activisme actionnarial, novembre 2019.

³⁰ Position-recommandation, Guide de l'information permanente et de la gestion de l'information privilégiée, DOC-2016-08.

³¹ Communication de l'AMF sur l'activisme actionnarial, avril 2020 disponible à l'adresse suivante :

https://www.amf-france.org/sites/default/files/2020-04/communication-amf-sur-activisme-actionnarial_avril20_2.pdf

³² La vente à découvert est la vente d'un titre dont le vendeur n'est pas propriétaire au moment où il conclut l'accord de vente. Par opposition à une vente au comptant avec débouclage immédiat, la vente à découvert a un caractère différé : la livraison du titre a lieu ultérieurement. Dans l'intervalle, si le prix du titre a baissé, le vendeur peut se procurer les titres à un prix plus faible et les livrer à l'acheteur qui, lui, acquittera le prix fixé au moment de la vente. Ainsi, le vendeur réalise un gain. Le vendeur vend donc immédiatement une action qu'il espère racheter moins cher. Si le cours a au contraire monté entre la vente et la livraison, le vendeur réalise une perte. La vente à découvert peut également concerner les instruments de dette d'une société, dont le prix est positivement corrélé au cours de l'action. La prise de positions « courtes » peut également être réalisée par des instruments financiers plus complexes, ayant pour sous-jacents l'action ou la dette de la société (Credit Default Swaps ou CDS).

³³ Voir AMF, communiqué du 15 avril interdisant la pratique du short selling le 17 mars et le 18 mai 2020.

³⁴ Voir P-H. CONAC, Jugement de Salomon dans l'affaire Casino contre Muddy Waters ? Revue des sociétés, 2020.265 L'auteur note « Il est exceptionnel que l'AMF révèle la clôture d'une enquête et l'envoi de « lettres de suite » Ceci se justifie par la forte exposition médiatique de cette affaire et sur son impact sur la place de Paris. Il est aussi rare qu'une enquête dure aussi longtemps ».

³⁵ B. KANOVITCH, l'activisme actionnarial : à l'aube d'une ère nouvelle, les Echos, 30 avril 2020.