



COMMENTAIRES DU CCBE SUR LA PROPOSITION DE DIRECTIVE MODIFIANT LA DIRECTIVE TRANSPARENCE 2004/109/CE

Commentaires du CCBE sur la Proposition de Directive modifiant la Directive Transparence 2004/109/CE

Note sur la prise en compte des produits dérivés à dénouement exclusivement monétaire dans le calcul des franchissements de seuils

Le Conseil des barreaux européens (CCBE) représente les barreaux de 31 pays membres et 11 pays associés et observateurs, soit environ un million d'avocats européens.

Le CCBE a les commentaires suivants sur [la proposition de modification de la directive transparence](#) :

La Commission Européenne a rendu publique le 25 octobre 2011 une proposition de Directive modifiant la Directive Transparence. Parmi les éléments apportés par cette proposition, figure la prise en compte des produits dérivés à dénouement exclusivement monétaire dans le calcul des franchissements de seuils.

Il est proposé de modifier l'article 13 de la Directive Transparence, relatif aux obligations en matière de notification de l'acquisition ou de la cession de participations importantes, c'est-à-dire les déclarations de franchissement de seuils comme suit :

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

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

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

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

En l'état actuel de la Directive Transparence, seules les opérations d'acquisition et de cession d'actions sont soumises aux obligations de déclaration de franchissement de seuil. Si la proposition de la modification de l'article 13 est adoptée, tous les instruments financiers dont les effets économiques sont assimilables aux actions seront soumis aux mêmes obligations de déclaration.

Sont ici visés les produits dérivés à dénouement exclusivement monétaire tels que les contrats d'échanges d'actions (*equity swaps*) ou contrats avec paiement d'un différentiel (*CFD*). Alors que ces participations confèrent des droits économiques à leurs détenteurs au sein des sociétés, ils ne sont aujourd'hui pas pris en compte dans le calcul des participations en matière de déclaration des franchissements de seuils tel qu'il résulte de la Directive Transparence.

Certains Etats Membres ont néanmoins d'ores et déjà pris l'initiative d'assimiler ces produits dérivés complexes aux actions dans le calcul des seuils à déclarer. Tel est le cas de la Suisse, en du Royaume-Uni, du Portugal, ou encore de l'Allemagne.

Or, comme le précise la proposition de Directive dans son considérant 10, l'harmonisation de la réglementation en la matière est nécessaire à l'efficacité des mesures mises en place par la Directive Transparence :

« Un régime harmonisé pour la notification de la détention de pourcentages importants de droit de vote, en ce qui concerne notamment l'agrégation des actions détenues avec les instruments financiers détenus, devrait améliorer la sécurité juridique, renforcer la transparence et réduire la charge administrative pesant sur les investisseurs transfrontières. »

L'intérêt des obligations de déclaration des franchissements de seuils est de donner au marché une image fidèle de l'émetteur, de son capital, et ainsi des intentions de prises de contrôle que certains tiers peuvent avoir. Cet objectif se trouve menacé par la détention de produits dérivés complexes qui favorisent les montées au capital occultes.

C'est ce que souligne également la proposition de Directive dans son considérant 8 :

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

Le CCBE a accueilli positivement cette proposition qui permettra de mieux refléter la réalité économique des sociétés et de pallier les carences de la législation, qui est aujourd'hui désarmée face aux situations de montées au capital « surprises » par l'usage de produits dérivés.

Ce fut récemment le cas en France où la montée progressive de LVMH au capital de la société Hermès par voie d'*equityswaps* a généré un important contentieux. Des affaires similaires ont été constatées en Allemagne (affaire *Porsche/Volkswagen* et *Continental/Schaeffler*) ou encore au Royaume-Uni (affaire *Philip Green/Marks & Spencer* et *BAE Systems/Alvis*).

Certains membres du CCBE ont regretté que le texte de la proposition ne soit pas plus précis quant à la désignation des produits dérivés concernés (le texte fait référence aux instruments financiers aux effets économiques semblables à ceux des actions). Toutefois, l'usage de termes généraux est pertinent car ces produits financiers sont l'objet d'une innovation constante. On peut craindre qu'en déterminant avec plus de précision les produits concernés, le texte limite l'efficacité de la Directive : de nouveaux produits pourraient en effet être créés et permettre de contourner les obligations de déclaration de franchissement de seuil.

Par ailleurs, il est regrettable que la proposition de Directive n'aborde pas la question de l'articulation entre le régime de déclaration de franchissement de seuils et celui du déclenchement des offres publiques obligatoires.

En effet, la Directive 2004/25/CE relative aux offres publiques d'acquisition prévoit le déclenchement obligatoire d'une offre publique :

*« 1. Lorsqu'une personne physique ou morale détient, à la suite d'une acquisition faite par elle-même ou par des personnes agissant de concert avec elle, des titres d'une société au sens de l'article 1er, paragraphe 1 [valeurs mobilières auxquelles sont attachées des droits de vote dans une société], qui, additionnés à toutes les participations en ces titres qu'elle détient déjà et à celles des personnes agissant de concert avec elle, **lui confèrent directement ou indirectement un pourcentage déterminé de droits de vote dans cette société lui donnant le contrôle de cette société**, les États membres veillent à ce que cette personne soit obligée de faire une offre en vue de protéger les actionnaires minoritaires de cette société. »*

Les instruments financiers à dénouement exclusivement monétaire ne conférant, par définition, pas de droits de vote, ils n'entrent pas dans le périmètre des titres pris en compte pour le calcul du seuil de déclenchement d'une offre publique obligatoire.

Certains membres pensent qu'il serait opportun d'instaurer une identité du périmètre des instruments financiers pris en compte pour le calcul des seuils qu'ils soient destinés à l'information du marché ou déclencheur d'offre publique. D'autres membres pensent qu'une telle identité n'est pas nécessaire car les produits dérivés sont des instruments financiers de court terme alors que le déclenchement des offres publiques obligatoires repose sur la détention d'instruments financiers de long terme.

Le CCBE s'accorde néanmoins sur la nécessité de mener une réflexion approfondie sur ce sujet, notamment lors des travaux sur la Directive 2004/25/CE.