

LA PAROLE À... Laurent Faugérolas,

ASSOCIÉ, DECHERT LLP

# Nouvelles pratiques et nouvelles règles pour les cessions de blocs d'actions cotées

Le premier semestre de l'année 2016 a vu de nombreuses cessions de blocs. Citons notamment les deux opérations de cessions d'actions Elis par Eurazeo, celle d'actions Saint-Gobain par Wendel, la vente d'actions Kaufman & Broad par PAI et la cession d'actions Tarkett par KKR. Il nous paraît donc utile de revenir sur quelques règles applicables à ces transactions.

## Manquements d'initiés : réglementation

Conformément aux dispositions des articles L.465-1 et suivants du Code monétaire et financier et du livre VI du règlement général de l'Autorité des marchés financiers (qui seront prochainement modifiés dans le cadre de l'entrée en vigueur du règlement européen 596/2014 sur les abus de marché – le « règlement MAR »), tout actionnaire en possession d'une information privilégiée relative à une société cotée doit s'abstenir d'utiliser cette information en cédant des actions de cette société.

L'actionnaire devra donc impérativement s'assurer qu'il n'est pas en possession d'une information privilégiée lors de la cession de bloc. En pratique, cette situation peut s'avérer problématique lorsqu'un ou plusieurs administrateurs de la société cotée exercent également des fonctions de direction au sein de cet actionnaire. Cette situation est fréquente en cas d'introduction en Bourse d'une société précédemment sous *leveraged buy-out* (Eurazeo/Elis) ou lorsque l'actionnaire financier, du fait de son poids dans le capital, avait conclu un accord afin d'assurer sa représentation au sein des organes de direction ou de supervision (Wendel/Saint Gobain ou KKR/Tarkett).

Afin d'éviter tout manquement d'initié, l'administrateur concerné devra s'assurer qu'il ne détient aucune information privilégiée. Cet exercice est délicat en raison de la définition très large de l'information privilégiée (1). Cet actionnaire devra en tout état de cause respecter les fenêtres négatives applicables aux administrateurs, soit les délais de 15 jours calendaires précédant la publication des comptes annuels et semestriels (qui passeront à 30 jours calendaires avant l'annonce d'un rapport financier annuel ou intermédiaire, lors de l'entrée en vigueur du Règlement MAR). L'administrateur concerné devra également revoir attentivement l'ensemble de l'information qui lui a été transmise dans l'exercice de



ses fonctions pour s'assurer qu'elle a depuis été rendue publique ou qu'elle n'est pas susceptible d'avoir un impact significatif sur le cours du titre.

## Structuration de l'opération

La cession de blocs peut s'effectuer soit directement par opération de gré à gré avec un ou plusieurs cessionnaires (2), soit par placement privé organisé par un ou plusieurs établissements financiers via une construction accélérée de livres d'ordres.

Afin d'optimiser le succès de l'opération, s'est développée la pratique du « *cornerstone investor* ». En amont de l'opération, les établissements financiers s'assurent de la participation d'un investisseur,

qui s'engage à acquérir une partie significative du bloc d'actions mises en vente. Ce *cornerstone investor* pourra être l'émetteur lui-même, dans le cadre de son programme de rachat d'actions (voir notamment Saint-Gobain ou Kaufman & Broad). Outre l'application des règles relatives aux manquements d'initiés rappelés précédemment, il conviendra donc de s'assurer du respect du régime applicable aux rachats d'actions. En particulier, l'émetteur devra réaliser l'acquisition dans les limites, notamment de prix, déterminées par l'autorisation accordée par les actionnaires, procéder à l'affectation des actions à un objectif déterminé et informer le marché selon les règles applicables.

Par ailleurs, le processus d'interrogation des investisseurs potentiels devra se faire conformément aux règles applicables en matière de sondages de marchés, prévues par l'article 216-1 du règlement général de l'Autorité des marchés financiers, qui seront prochainement directement modifiées dans

le cadre de l'entrée en vigueur du règlement MAR. Ces règles prévoient notamment l'obligation d'informer chaque investisseur que l'information que le prestataire de service d'investissement envisage de lui communiquer constitue une information privilégiée et d'obtenir son accord avant de la lui communiquer. ■

La pratique du  
« *cornerstone investor* »  
s'est développée afin  
d'optimiser le succès  
de l'opération

(1) Article 621-1 du règlement général de l'AMF : « Une information privilégiée est une information précise qui n'a pas été rendue publique, qui concerne, directement ou indirectement, un ou plusieurs émetteurs d'instruments financiers, ou un ou plusieurs instruments financiers, et qui si elle était rendue publique, serait susceptible d'avoir une influence sensible sur le cours des instruments financiers concernés ou le cours d'instruments financiers qui leur sont liés. » L'entrée en vigueur du règlement MAR n'entraînera pas de modification de fond de cette définition.

(2) Voir par exemple la cession par Total de sa participation dans Gaztransport Technigaz à Temasek en décembre 2014.