

UNIVERSITÉ PARIS II
PANTHÉON-ASSAS

Magistère Juriste d'Affaires – DJCE

2019-2020

ACTIVISME SHORT ET ABUS DE MARCHÉ

Hayk Keshishian

Sous la direction de Monsieur le Professeur Antoine Gaudemet

L'Université Paris 2 Panthéon-Assas n'entend donner aucune approbation ni improbation aux opinions émises dans ce mémoire. Ces opinions doivent être considérées comme propres à son auteur.

SOMMAIRE

INTRODUCTION	4
Chapitre préliminaire : L'approche économique des abus de marché.....	19
Section 1 : La pertinence de l'approche économique des abus de marché.....	19
I. L'essence économique des marchés financiers.....	19
II. Les objectifs économiques de la prohibition des abus de marché	20
Section 2 : L'appréhension de la notion d'efficacité des marchés	22
I. Les théories classiques de l'efficacité des marchés	22
II. Les apports de la finance comportementale.....	23
Section 3 : Les méthodes de l'approche économique de la régulation	25
I. L'identification de la régulation efficiente	25
II. Une approche ex ante et ex post	25
Partie 1 : L'application incertaine de la qualification d'abus de marché à l'activisme short.....	27
Section 1 : Une vision extensive de l'opération d'initié	27
I. Le périmètre élargi de l'information privilégiée.....	27
II. L'usage sanctionné de l'information privilégiée	33
Section 2 : Une définition englobante des manipulations de marché.....	37
I. La manipulation de marché par la manipulation de cours	37
II. La manipulation de marché par la diffusion d'informations fausses ou trompeuses.....	43
Partie 2 : Les perspectives de régulation de l'activisme short à travers les abus de marché.....	48
Section 1 : La régulation de la prise de positions courtes	48
I. L'analyse objective des abus de marché	48
II. Le procès de la vente à découvert	57
Section 2 : La régulation de la diffusion d'informations.....	63
I. La place de la liberté d'expression en matière financière.....	63
II. La conciliation avec la protection de l'intégrité du marché.....	67
Conclusion	73
BIBLIOGRAPHIE.....	75

INTRODUCTION

« What I really want to do [to short-sellers], I want to reach down, rip out their heart and eat it before they die¹ » - à l'image de ces paroles prononcées par l'ancien CEO du défunt Lehman Brothers, la vente à découvert suscite des réactions parfois violentes de la part de ses détracteurs. Ironie du sort, seuls ces short sellers avaient anticipé les difficultés de la banque de Richard Fuld, qui allait s'effondrer quelques temps après et conduire au chaos de la crise financière de 2008².

Aujourd'hui, le débat sur la vente à découvert se poursuit dans le monde, et particulièrement en France, à travers la question plus large de l'activisme actionnarial. Pernod Ricard, Casino, Renault, Altran... ces sociétés cotées françaises ont pour point commun d'avoir été chacune la cible de fonds activistes au cours de ces dernières années. La multiplication de ces campagnes mobilise ainsi l'ensemble de la place parisienne qui réfléchit à la manière d'encadrer cette pratique³.

Ampleur du phénomène mondial de l'activisme actionnarial. – L'activisme actionnarial a pris une nouvelle ampleur dans le monde au cours de la dernière décennie. En 2019, 187 sociétés ont été les cibles de campagnes activistes, pour un montant de capitaux employés d'environ 42 milliards de dollars⁴. Ces chiffres ont été en légère baisse par rapport à l'année record que 2018 a été avec environ 60 milliards de fonds investis⁵. Parmi les acteurs principaux de l'activisme actionnarial, on retrouve le fameux fonds Elliott Management avec plus de 15 campagnes publiques en 2019, Starboard Value avec 11 campagnes publiques, Third Point Partners, la personnalité vedette Carl Icahn et bien d'autres⁶.

¹ « Ce que je veux réellement faire [aux vendeurs à découvert] est de les trouver, leur arracher le cœur et le manger avant qu'ils meurent » (Richard Fuld) – extrait repris dans le documentaire « The China Hustle »

² Joanna Lee, "Activist Short Sellers: Market Manipulators or Market Predators?" (2013), 32 Rev. Banking & Finance. 274.

³ Laurence Boisseau, « La place de Paris se mobilise face à l'offensive des fonds activistes », *Les Echos*, 6 juin 2019, <https://www.lesechos.fr/finance-marches/marches-financiers/la-place-de-paris-se-mobilise-face-a-loffensive-des-fonds-activistes-1026895>

⁴ Lazard's Shareholder Advisory Group, 2019 Review of Shareholder Activism (2020).

⁵ *Ibid.*

⁶ Activist Insight, The Activist Investing Annual Review 2020.

Internationalisation et développement en Europe. – Depuis un peu plus d’une dizaine d’années, le phénomène de l’activisme actionnarial s’est largement internationalisé⁷. En 2018, les campagnes activistes hors US ont représenté 47% du total, touchant 39 pays⁸. L’Europe représente désormais chaque année environ 23% du total, avec 48 campagnes en 2019 et le record de 57 en 2018⁹. Le pays européen le plus touché reste le Royaume-Uni (33% des campagnes européennes en 2019 contre 46% en 2018), suivi de la France, l’Allemagne et le Suisse¹⁰.

Au niveau des acteurs, si la scène est encore globalement dominée par les fonds américains, les européens se sont également fait une place non négligeable. On retrouve ainsi le français CIAM, qui s’est illustré dans la liste des activistes européens en engageant 6 campagnes en 2019, le suédois Cevian Capital, les anglais TCI Fund Management et Amber Capital... et encore d’autres¹¹.

Développement en France. – La France est loin d’avoir été épargnée par le développement européen du phénomène¹². Cette arrivée progressive dans l’hexagone tient sans doute en partie aux innovations légales en droit des sociétés qui ont eu lieu à partir des années 2000 et qui ont contribué à réduire le coût de l’activisme actionnarial¹³. Mais la tendance s’est nettement accélérée au cours des récentes années. Depuis 2013, pas moins de 68 entreprises françaises ont été les cibles de campagnes activistes¹⁴. De grands noms du CAC40 ont été touchés tels que Pernod Ricard, Carrefour, Safran, Danone, Airbus, Vinci, Suez... Au total, la France a connu 11 campagnes activistes en 2019 contre 9 en 2018¹⁵.

Le fonds américain Eliott est particulièrement actif en France et a écopé, à l’occasion, de plusieurs sanctions prononcées par l’AMF¹⁶. La dernière campagne emblématique, qui s’est

⁷ Ruth V. Aguilera, Ryan Federo, Yuliya Ponomareva, *Gone Global: The International Diffusion of Hedge Fund Activism*, 2019.

⁸ Lazard, 2019 Review of Shareholder Activism (2020), *op. cit.*

⁹ *Ibid.*

¹⁰ *Ibid.*

¹¹ Activist Insight, *The Activist Investing Annual Review 2020*.

¹² Olivier de Vilmorin, Arnaud Berdou, « L’essor de l’activisme actionnarial en France », *Fusions & Acquisitions*, 19 sept. 2018.

¹³ Nouha Ben Arfa, Daniel Labaronne, « Activisme actionnarial des hedge funds : une étude exploratoire au sein des entreprises françaises », *Revue française de gestion*, n° 254/2016.

¹⁴ Activist Insight, “Activism in France”, *Activist Insight Monthly*, Volume 9 Issue 5, June 2020.

¹⁵ *Ibid.*

¹⁶ La première dans le dossier APRR en 2014 (amende de 16 millions d’euros) puis en 2020 dans l’affaire XPO Logistics – Norbert Dentressangle (amende de 20 millions d’euros).

poursuivie durant la période de confinement, a été celle d'Amber tentant désespérément, et sans succès, de changer la gouvernance de la SCA Lagardère.

Mobilisation de la place de Paris. – Depuis le mois d'octobre 2019, pas moins de quatre rapports, complétés d'une position de l'AMF¹⁷, ont été publiés sur le sujet de l'activisme actionnarial : le rapport d'information des députés E. Woerth et B. Dirx¹⁸, suivi immédiatement par le celui du Club des juristes¹⁹, le rapport de l'AFEP²⁰ et enfin celui de Paris Europlace²¹.

Ces rapports s'accordent pour, d'une part, ne pas prendre de positions dans le débat entre opposants et partisans de l'activisme actionnarial, et d'autre part, pour identifier les comportements préjudiciables au marché et dresser un cadre pour leur encadrement.

Définition de l'activisme actionnarial. – Alors que le rapport de Paris Europlace a abandonné toute tentative de définition de l'activisme actionnarial, d'autres se sont lancés dans l'exercice, avec plus ou moins de succès²². Le rapport du Club des juristes définit l'activisme actionnarial comme « le comportement d'un investisseur usant des prérogatives accordées aux minoritaires afin d'influencer la stratégie, la situation financière ou la gouvernance de l'émetteur, par le moyen initial d'une prise de position publique. » Le rapport d'information de l'Assemblée nationale le définit quant à lui comme le « comportement adopté par un actionnaire, le plus souvent minoritaire, qui exige d'une société du changement, en faisant campagne, au-delà du dialogue bilatéral avec l'entreprise, auprès de sa direction, d'autres actionnaires et parfois publiquement. » Le rapport de l'AFEP se distingue en proposant de définir l'actionnaire activiste à travers un faisceau d'indices tels que la prise de participation minoritaire, la « remise en cause de la gouvernance de l'entreprise, de sa stratégie ou de sa performance économique », et « un objectif de profit le plus souvent avec un horizon court terme ».

¹⁷ Communiqué AMF, « L'AMF propose plusieurs mesures ciblées concernant l'activisme actionnarial », 28 avr. 2020, <https://www.amf-france.org/fr/actualites-publications/communiqués-de-lamf/lamf-propose-plusieurs-mesures-ciblées-concernant-lactivisme-actionnarial>

¹⁸ Assemblée nationale, Rapport d'information n° 2287 relative à l'activisme actionnarial, 2 oct. 2019.

¹⁹ Club des juristes, Rapport « Activisme actionnarial », novembre 2019.

²⁰ AFEP, Activisme actionnarial, décembre 2019.

²¹ Paris Europlace, Groupe de travail « Gouvernance actionnariale et pratiques de marché », 6 janv. 2020.

²² La définition proposée par le Club des juristes reste sans doute la plus rigoureuse et pertinente.

En réalité, ces définitions ne parviennent pas intégrer l'activisme sous toutes ses formes. Elles ne correspondent en effet qu'à l'activisme dit long et négligent complètement l'activisme des fonds vendeurs à découvert.

Définition de l'activisme short. – À l'inverse de sa forme longue, les campagnes activistes short vont porter sur des sociétés considérées par le fonds comme surévaluées. L'activiste va alors prendre des positions courtes sur la cible à travers le mécanisme de la vente à découvert. Ensuite, celui-ci va publier des informations sur la société, souvent à travers un rapport détaillé, visant à démontrer que la valeur fondamentale de cette dernière est en réalité bien inférieure au cours en vigueur de son action. La réaction du marché financier à cette communication va alors faire chuter le cours du titre. A ce moment, le fonds va déboucler ses positions courtes et réaliser ainsi un profit correspondant à la baisse du prix du titre en question.

On peut donc définir de manière synthétique l'activisme short comme **la prise de positions courtes suivie de la publication d'informations suggérant une évaluation des titres financiers de l'émetteur à un prix inférieur à leur cours de bourse.**

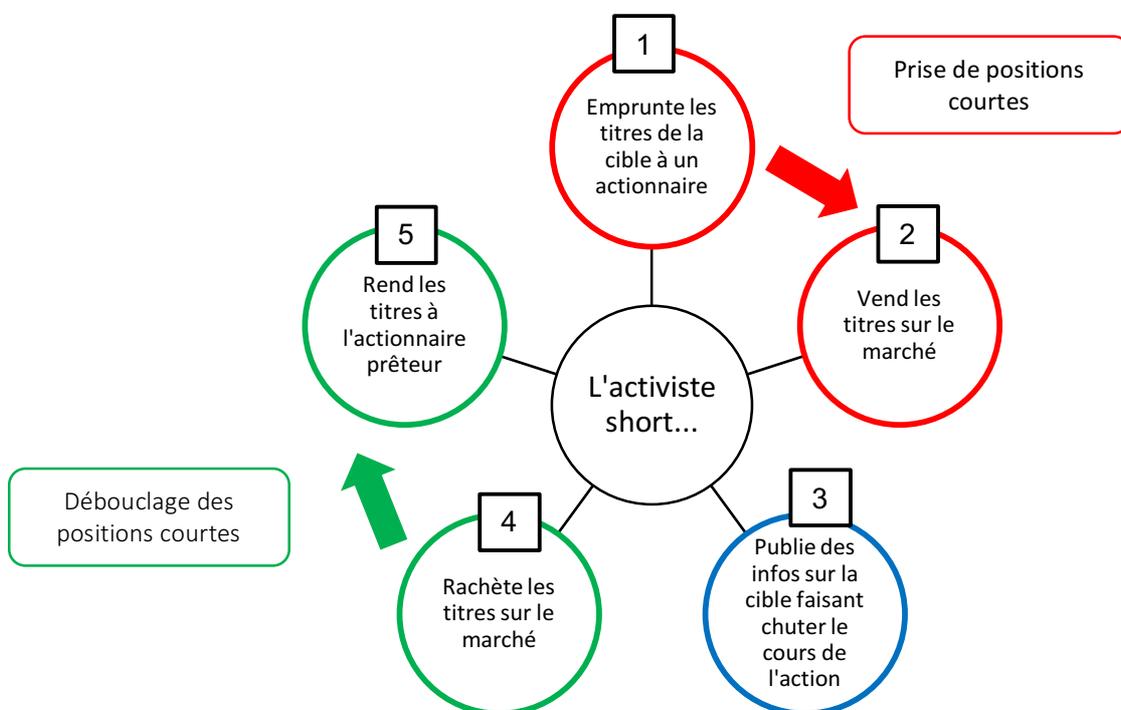


Schéma – Déroulement d'une campagne activiste short

Plus qu'un simple pari sur la baisse du titre, les short sellers activistes se sentent investis d'une mission de détection des fraudes sur les marchés financiers. Ainsi, Jim Chanos, l'un des plus célèbres vendeurs à découvert, qui avait notamment pris des positions courtes sur Enron, affirme que « la plus importante fonction que les vendeurs à découvert apportent au marché est celle de véritables détectives financiers²³ ». L'opinion générale a toutefois du mal à percevoir les activistes short sous cet angle et a tendance à les considérer davantage comme des manipulateurs de marché²⁴.

Montée de l'activisme short. – L'activisme short n'est pas un phénomène nouveau. Une étude a par exemple identifié le déroulement de ce type de campagnes menées par des hedge funds dès 1996 aux Etats-Unis²⁵. L'activisme des fonds vendeurs à découvert a néanmoins pris une ampleur de plus en plus importante au cours de ces dernières années. Ainsi, de 2014 à 2019, le nombre total de campagnes activistes short dans le monde a été de 1252²⁶. Au niveau de la répartition géographique, le marché américain arrive en tête de liste, représentant environ 70% du total sur la même période, suivi de l'Asie (environ 15%)²⁷. En 2019, 168 campagnes ont été lancées dans le monde. Parmi les conséquences de ces campagnes de 2019, on observe une chute d'en moyenne 7,7% de la valeur des actions des sociétés ciblées (contre 12,7% en 2018)²⁸.

Au niveau des acteurs, 52 activistes short ont été recensés comme actifs en 2019²⁹. Parmi eux, on retrouve notamment Muddy Waters Research, désormais bien connu en France, Hidenburg Investment Research, Spruce Point Capital Management, Emerson Analytics, Blue Orca, Wolfpack Research, Gotham City Research, Citron Research et bien d'autres fonds principalement américains³⁰.

Les campagnes activistes short n'ont d'ailleurs pas cessé durant la crise sanitaire du Covid-19. Cette dernière en a même alimenté une. Le 20 mai 2020, les fonds Viceroy Research et

²³ « The most important function that fundamental short sellers bring to the market is that they are real time financial detectives » (Jim Chanos)

²⁴ Joanna Lee, "Activist Short Sellers: Market Manipulators or Market Predators?", *op. cit.*

²⁵ Ian Appel, Jordan Bulka, Vyacheslav Fos. Short and Report. 2019.

²⁶ Activist Insight, The Activist Investing Annual Review 2020, *op. cit.*

²⁷ *Ibid.*

²⁸ Breakout Point, Activist Short Selling in 2019, <https://breakoutpoint.com/blog/2019/12/activist-short-selling-in-2019/>

²⁹ Activist Insight, The Activist Investing Annual Review 2020, *op. cit.*

³⁰ Pour une liste de short sellers actifs entre 2009 et 2016 et leurs effets sur les titres ciblés, *V. not.* Barbara A. Bliss, Peter Molk, Frank Partnoy, Negative Activism (2019).

Hindenburg Research ont annoncé avoir pris des positions courtes sur les titres de la société Sorrento Therapeutics. Les vendeurs à découvert affirment que les rumeurs concernant le prétendu traitement du coronavirus trouvé par la société sont une manœuvre de cette dernière pour revaloriser ses titres en vue d'une future levée de fonds.

Le développement de l'activisme short en Europe. – Depuis quelques années, l'activisme short gagne également du terrain en Europe. De 2014 à 2019, ont été recensées 76 campagnes activistes short européennes (dont 25 au Royaume-Uni), soit environ 6% du total³¹. En 2019, 8 campagnes européennes ont été menées³².

La campagne la plus importante de la décennie aura sans doute été celle de la fintech Wirecard, cotée à Francfort et membre du DAX. Cette dernière a fait l'objet d'accusations de fraude pendant plus d'une dizaine d'années par des vendeurs à découvert et des journalistes mais c'est en juin 2020 que le dossier a pris un autre tournant. Les auditeurs ont affirmé que la somme de 1,9 milliard d'euros apparaissant dans les comptes de Wirecard sont en réalité introuvables³³. Suite à cette annonce, l'action de la société a perdu 99% de sa valeur en quelques jours. Les vendeurs à découvert en ont dégagé un profit de plus de 2 milliards de dollars, non sans difficultés³⁴.

L'activisme short en France. – En France, seule une poignée de sociétés a été la cible de fonds activistes short.

La première campagne short, qui a suscité beaucoup d'émotion, a été celle du fleuron français de la distribution Casino et de sa société mère Rallye. En décembre 2015, Muddy Waters a publié son rapport intitulé « When genius fails³⁵ » dans lequel le fonds décrit Casino comme « l'une des sociétés les plus surévaluées nous ayons croisées », évaluant l'action de cette dernière à 6,91€ alors que son cours de bourse était à 48,97€ à cette période. L'action de Rallye était quant à elle valorisée à zéro alors que son cours était de 16,80€. En quelques heures, l'action Casino

³¹ Activist Insight, *op. cit.*

³² *Ibid.*

³³ Dan McCrum, Olaf Storbeck, "Wirecard says €1.9bn of cash is missing", 18 juin 2020, <https://www.ft.com/content/1e753e2b-f576-4f32-aa19-d240be26e773>

³⁴ Paul J. Davies, Juliet Chung, "Short Sellers Made \$2.6 Billion Off Wirecard's Plunge, but Not Without Scars", The Wall Street Journal, 20 juin 2020, <https://www.wsj.com/articles/short-sellers-made-2-6-billion-off-wirecards-plunge-but-not-without-scars-11592654586>

³⁵ Muddy Waters, "Muddy Waters is Short Groupe Casino (CO:FP)", 27 déc. 2015, <https://www.muddywatersresearch.com/research/co/mw-is-short-groupe-casino/>

a perdu 20%, pour ensuite finir la journée avec une baisse de 11,5%, et l'action de Rallye a chuté de 28%³⁶. Dans le rapport de 20 pages, le short seller critiquait notamment l'endettement excessif du groupe Casino et sa structure de holdings en pyramide. Un deuxième rapport intitulé « Everything you ever wanted to know about Casino (but were afraid to ask) » a été publié le 13 janvier 2016 par Muddy Waters³⁷. Un troisième et dernier rapport intitulé « New information on Casino Cast Additional Doubt on France Recovery Governance Problems in Brasil appear larger than admitted » a été publié le 7 mars 2016³⁸.

Le 12 février 2016, l'AMF a ouvert une enquête sur l'information financière et le marché des instruments financiers émis par Casino et Rallye à partir du 31 décembre 2014.

Une seconde vague de short selling sur le groupe Casino a débuté en 2018. Cette fois-ci, les vendeurs à découvert sont restés anonymes et ont été représentés publiquement par une avocate du barreau de Paris pour porter leurs allégations³⁹. Le 25 octobre 2018, le groupe Casino a annoncé avoir déposé une plainte contre X auprès du Procureur de la République financier pour « manipulation de cours, diffusion d'informations fausses ou trompeuses et délit d'initiés⁴⁰ ». Une enquête de la brigade financière a alors été lancée, ainsi qu'une enquête de l'AMF qui est toujours en cours en juin 2020.

Au 16 juin 2020, le cours de clôture de l'action Casino était à 35,89€.

Une deuxième société ciblée en France par un fonds activiste short a été le spécialiste des nouvelles technologies Solutions 30. L'AMF a ainsi révélé le 18 mai 2019 que le fonds Muddy Waters avait pris une position vendeuse nette à hauteur de 0,5% du capital de Solutions 30.

³⁶ Étienne Goetz, « Casino dégringole en Bourse après une attaque de Muddy Waters », Les Echos, 17 déc. 2015, <https://www.lesechos.fr/2015/12/casino-degringole-en-bourse-apres-une-attaque-de-muddy-waters-285514> ; Philippe Escande, « Un investisseur activiste fait chuter le cours de Casino », Le Monde, 17 déc. 2015, https://www.lemonde.fr/economie/article/2015/12/18/un-investisseur-activiste-fait-chuter-le-cours-de-casino_4834578_3234.html

³⁷ <https://www.muddywatersresearch.com/research/co/questions-for-call/>

³⁸ <https://www.muddywatersresearch.com/research/co/new-info-casts-additional-doubt/>

³⁹ Katie Linsell, Luca Casiraghi, « The Hedge Fund Lawyer Annoying France's Cozy Corporate World », Bloomberg, 6 févr. 2019, <https://www.bloomberg.com/news/articles/2019-02-06/the-hedge-fund-lawyer-annoying-france-s-cozy-corporate-world>

⁴⁰ Communiqué de presse Rallye et Casino, 25 oct. 2018, <https://www.groupe-casino.fr/wp-content/uploads/2018/10/2018-10-25-Communique%CC%81-de-presse-Rallye-et-Casino.pdf>

Toutefois, malgré les attentes⁴¹, l'activiste n'a finalement pas émis de rapport sur la société. Cela n'a pas empêché le cours de l'action de chuter de 25% à la réouverture de la bourse du lundi 20 mai 2019. L'absence de publication d'informations à la suite de la prise de positions courtes est de nature à écarter la qualification de campagne activiste short. Mais cette affaire reste pertinente dans le cadre de l'étude de l'activisme des fonds vendeurs à découvert en ce qu'elle montre un aperçu de l'effet de l'intervention des short sellers notoires en l'absence de diffusion d'informations⁴².

Enfin, la dernière société française qui a fait l'objet d'une campagne activiste short est le groupe de biotechnologies Eurofins Scientific⁴³. En octobre 2019, le fonds ShadowFall a publié un rapport de 80 pages mettant notamment en cause la complexité de sa structure et soulevant des doutes concernant sa capacité à générer du cash-flow. À la suite de cette publication, le cours de l'action de la société a chuté de 15%. Eurofins s'est par la suite défendue en répondant par une communication publique aux différentes accusations portées par l'activiste short. Cela a permis de faire remonter le cours des titres. Aucune enquête ne semble toutefois avoir été ouverte à cette occasion.

Une définition générale de l'activisme ? – Ces deux formes d'activisme étant exposées, le premier constat est que leurs différences apparaissent plus flagrantes que leurs points de rapprochement.

Le recours à la dénomination même d'activisme « actionnarial » pour englober les deux est contestable puisque, contrairement à l'activiste long, l'activiste short ne devient en réalité jamais réellement actionnaire de la cible⁴⁴. Cela implique que les mécanismes de droit des sociétés ne seront pas applicables aux relations entre un activiste short et la société ciblée. Le terme d'activisme actionnarial devrait donc être réservé exclusivement à l'activisme long.

⁴¹ Denis Lantoine, « Solutions 30 plonge en Bourse, le fonds Muddy Waters a pris une position vendeuse », Investir, 20 mai 2019, <https://investir.lesechos.fr/actions/actualites/solutions-30-en-chute-libre-en-bourse-muddy-waters-prend-une-position-vendeuse-1849957.php>

⁴² A cette occasion, le 21 mai 2019, le compte twitter de Muddy Waters a publié un message en présentant les deux situations et en invitant à réfléchir à la question suivante : « *quels investisseurs se trouvent dans une meilleure posture ? Ceux qui peuvent évaluer nos arguments ou ceux dont la valeur des actifs tombe sans comprendre pourquoi ?* » <https://twitter.com/muddywatersre/status/1130860553298010112>

⁴³ « Eurofins/Vente à découvert : Série noire », Les Echos, 17 octobre 2019.

⁴⁴ L'activiste short ne devient actionnaire de la société cible qu'un laps de temps négligeable lorsque celui-ci rachète des titres sur le marché pour les rendre, instantanément, au prêteur.

L'autre différence fondamentale réside dans le sens vers lequel les activistes tentent de pousser la valorisation de la cible. Alors que l'activiste long cherche à augmenter la valorisation de la société, les fonds vendeurs à découvert cherchent à la baisser. Cette seconde forme a ainsi été qualifiée par certains auteurs « d'activisme négatif », non dans un sens péjoratif mais simplement par rapport à ses effets sur la valorisation de la société⁴⁵.

On peut néanmoins souligner quelques points communs qui permettront ensuite d'ériger une définition unique de l'activisme en bourse. Tout d'abord, les campagnes activistes démarrent par une prise de positions, longues ou courtes, préalable à toute communication ou toute action vis-à-vis de la cible. Ensuite, contrairement à des investisseurs passifs, qui attendent que la valeur des positions détenues varie sans intervention de leur part, les investisseurs activistes adoptent un comportement en vue d'influer réellement sur la valorisation de la cible.

L'activisme en bourse est donc finalement **le comportement d'un investisseur dans le but d'influer de manière positive ou négative sur la valorisation des titres d'une société cotée après avoir pris des positions longues ou courtes dans cette dernière.**

Toutefois, malgré l'existence d'enjeux communs entre ces deux formes, leurs différences fondamentales et les spécificités peu cernées de l'activisme short invitent à une étude séparée⁴⁶.

Réglementation sur la vente à découvert. – La vente à découvert est définie par le Règlement (UE) n° 236/2012 du Parlement européen et du Conseil du 14 mars 2012 sur la vente à découvert et certains aspects des contrats d'échange sur risque de crédit, en son article 2 1. b) comme « la vente d'une action ou d'un titre de créance dont le vendeur n'est pas propriétaire au moment où il conclut l'accord de vente, y compris lorsqu'au moment où il conclut l'accord de vente, le vendeur a emprunté l'action ou le titre de créance ou accepté de l'emprunter pour le livrer au moment du règlement ». Autrement dit, la vente à découvert permet à un investisseur de vendre un titre dont il n'est pas propriétaire⁴⁷.

⁴⁵ Barbara A. Bliss, Peter Molk, Frank Partnoy, *Negative Activism* (2019), 97 *Washington University Law Review*; University of Florida Levin College of Law Research Paper No. 19-19.

⁴⁶ L'approche adoptée par les différents groupes de travail mentionnés est l'inverse. Le rapport du Club des juristes affirme ainsi que « *malgré ces différences indéniables entre les types d'activisme, les difficultés soulevées par l'activisme sont communes et justifient de traiter de l'activisme dans son ensemble* »

⁴⁷ Pascal Bine, François Barrière, Natalia Rotaru, « L'interdiction des ventes à découvert et des positions courtes nettes dans le contexte de la pandémie de Covid-19 », *Le Club des juristes*, 28 avril 2020, <https://www.leclubdesjuristes.com/blog-du-coronavirus/que-dit-le-droit/linterdiction-des-ventes-a-decouvert-et-des-positions-courtes-nettes-dans-le-contexte-de-la-pandemie-de-covid-19/>

Afin d'éviter les cas de défaut et de réduire le risque systémique, la vente à découvert à nue (*naked short selling*) est interdite. Autrement dit, la vente à découvert doit nécessairement s'accompagner soit d'un emprunt des titres en question⁴⁸, soit d'un accord d'emprunt ou d'une créance exécutoire⁴⁹, ou de toute autre forme d'accord garantissant que le règlement pourra être effectué⁵⁰.

Ensuite, de même que pour la prise de positions longues, des obligations de transparence pèsent sur les vendeurs à découvert. Ces derniers doivent déclarer à l'AMF leurs positions courtes nettes lorsque celles-ci dépassent le seuil de 0,2% du capital en actions de la société concernée puis à chaque palier de 0,1% au-delà de ce seuil⁵¹. Le vendeur à découvert doit ensuite publier ses positions courtes nettes si celles-ci dépassent, à la hausse comme à la baisse, le seuil de 0,5% et chaque palier de 0,1% au-delà⁵².

Coûts et contraintes. – La vente à découvert représente en réalité des coûts importants. Elle est d'abord une activité risquée financièrement. Alors qu'un investisseur long ne peut perdre de l'argent qu'à hauteur de son investissement – la valeur d'une action ne pouvant être négative –, les possibles pertes d'un vendeur à découvert sont en théorie illimitées. En effet, le cours d'une action peut, toujours en théorie, monter indéfiniment et creuser les pertes. A titre d'exemple, l'action de Tesla est aujourd'hui à +1000\$ alors que le hedge fund Kynikos a gardé ses positions courtes prises lorsque l'action était à 200\$. Le fonds de Jim Chanos est donc pour le moment en perte à hauteur de 800\$ par action, auxquels il faut ajouter les frais pour l'emprunt de titres et autres, tout en sachant que même avant le débouclage des positions, le fonds doit régler des appels de marge.

Parmi les coûts de l'activisme short, figurent également les risques de poursuites pesant sur les vendeurs à découvert⁵³. Ces poursuites sont non seulement judiciaires, à travers la plainte des cibles ainsi que de l'action des gendarmes boursiers, mais également privées, à travers le recours à des détectives et à l'exercice d'autres pressions⁵⁴.

⁴⁸ Article 12 paragraphe 1 a) du Règlement (UE) n° 236/2012 sur la vente à découvert.

⁴⁹ Article 12 paragraphe 1 b) du Règlement (UE) n° 236/2012 sur la vente à découvert.

⁵⁰ Article 12 paragraphe 1 b) du Règlement (UE) n° 236/2012 sur la vente à découvert.

⁵¹ Article 5 paragraphe 2 du Règlement (UE) n° 236/2012 sur la vente à découvert.

⁵² Article 6 paragraphe 2 du Règlement (UE) n° 236/2012 sur la vente à découvert.

⁵³ Owen A. Lamont, *Go Down Fighting: Short Sellers vs Firms*

⁵⁴ *Ibid.*

Enfin, l'acquisition des informations représente également un coût important pour les vendeurs à découvert.

Propositions des rapports. – De manière générale, les rapports sur l'activisme actionnarial mettent l'accent sur les enjeux de transparence et de dialogue entre les émetteurs et les activistes. Parmi les mesures pouvant affecter l'activisme short, on retrouve ainsi l'idée de renforcer les règles de transparence des positions courtes⁵⁵. La déclaration de ces positions courtes pourrait alors être complétée par l'indication des positions qui s'en rapprochent (ex. puts) et des instruments de dette également détenus⁵⁶. Il pourrait également être mis en place une déclaration d'intention en cas de franchissement de certains seuils⁵⁷. De même, pourrait être créée une obligation de transparence renforcée liée au prêt-emprunt de titres⁵⁸.

En matière d'encadrement de la diffusion d'informations par les fonds activistes, les rapports suggèrent d'appliquer le régime des recommandations d'investissement ou des règles similaires à ces publications⁵⁹. Le champ de l'article L621-18 du Code monétaire et financier, qui donne le pouvoir à l'AMF d'ordonner à l'émetteur de procéder à des publications rectificatives, pourrait également être étendu aux investisseurs⁶⁰. Cela permettrait par exemple à l'AMF de demander à un short seller de corriger ou compléter des éléments au sein de son rapport sur la situation de la société cible.

Des propositions ont également été faites dans le but de réduire l'asymétrie de communication entre l'émetteur et les fonds activistes. Il est ainsi suggéré de permettre aux émetteurs de répondre aux communications des activistes durant les « quiet periods »⁶¹.

La proposition la plus surprenante a été sans aucun doute celle du rapport d'information parlementaire qui a suggéré la création d'une « présomption de fonctionnement anormal du

⁵⁵ Recommandation n° 4 du rapport du Club des juristes ; 1^{ère} proposition de Paris Europlace sur les ventes à découvert ; Proposition B du rapport de l'AFEP

⁵⁶ Proposition de l'AMF dans son communiqué du 28 avr. 2020, *op. cit.* ; Recommandation n° 8 du rapport d'information parlementaire, *op. cit.*, pp. 65-66.

⁵⁷ Recommandation n° 4 du Club des juristes ;

⁵⁸ 4^{ème} proposition de Paris Europlace

⁵⁹ Recommandation n° 2 du Club des juristes ; 2^{ème} proposition de Paris Europlace sur les ventes à découvert

⁶⁰ Proposition de l'AMF ; recommandation n° 9 du Club des juristes ;

⁶¹ Proposition de l'AMF ; recommandation n° 6 du rapport parlementaire.

marché dans les cas où l'ampleur de la vente à découvert d'un titre financier dépasserait une certaine limite (volume traité, pourcentage de la capitalisation ou du flottant, etc.)⁶² ».

Enfin, il a été proposé de mettre en place une procédure de référé devant l'AMF pour régler en urgence les questions soulevées par l'activisme⁶³.

Abus de marché. – Historiquement, les délits correspondant aux trois abus de marché tels qu'on les connaît aujourd'hui sont apparus dans les années 1970⁶⁴. Ensuite, avec la création de la Commission des opérations de bourse (COB), devenue l'AMF en 2003, et l'attribution d'un pouvoir réglementaire, les manquements administratifs équivalents ont été créés. Ces manquements ont longtemps figuré au Livre VI du Règlement général de l'AMF mais ces dispositions ont été abrogées en 2016 par l'effet de l'entrée en vigueur du Règlement Abus de Marché (MAR)⁶⁵, prenant le relai de la directive du même nom⁶⁶ en matière d'harmonisation européenne.

La notion d'abus de marché recouvre alors « tout comportement illicite sur un marché financier⁶⁷ » et correspond plus spécifiquement, au sens de MAR aux opérations d'initiés, la divulgation illicite d'informations privilégiées et les manipulations de marché⁶⁸. Ces manquements administratifs continuent d'avoir un versant pénal et les sanctions sont déterminées aux articles L465-1 et s. du Code monétaire et financier.

Une consultation pour la révision de MAR, prévue par le règlement lui-même, a été lancée en octobre 2019 par l'ESMA⁶⁹. Une des discussions porte notamment sur la définition de l'information privilégiée telle que prévue dans le cadre de la sanction des opérations d'initié.

⁶² Recommandation n° 7 du rapport parlementaire.

⁶³ Recommandation n° 11 du rapport parlementaire.

⁶⁴ Frank Martin Laprade, Contentieux boursier : abus de marché et autres manquements, Répertoire des sociétés, septembre 2017.

⁶⁵ Règlement (UE) n° 596/2014 du Parlement européen et du Conseil du 16 avril 2014 sur les abus de marché (règlement relatif aux abus de marché) et abrogeant la directive 2003/6/CE du Parlement européen et du Conseil et les directives 2003/124/CE, 2003/125/CE et 2004/72/CE de la Commission

⁶⁶ Directive 2003/6/CE du Parlement européen et du Conseil, du 3 décembre 2002, sur les opérations d'initiés et les manipulations de marché (abus de marché)

⁶⁷ Considérant 7 du Règlement MAR.

⁶⁸ *Ibid.*

⁶⁹ ESMA, Consultation paper « MAR review report », 3 oct. 2019.

Pouvoirs de l'AMF. – En France, l'institution en charge de la surveillance des marchés financiers et de la sanction des abus de marché est l'Autorité des Marchés Financiers (AMF). Celle-ci « veille à la protection de l'épargne investie dans les instruments financiers et tous autres placements donnant lieu à appel public à l'épargne, à l'information des investisseurs et au bon fonctionnement des marchés d'instruments financiers⁷⁰ ».

Pour cela, l'AMF dispose d'importants pouvoirs d'enquête, de contrôle et de sanction. Dans le cadre de ses attributions, elle a également la possibilité d'interdire temporairement la vente à découvert dans plusieurs hypothèses. Cette suspension peut porter sur l'intégralité du marché en application de l'article 20 du Règlement européen sur les ventes à découvert ainsi que l'article L421-16 du Code monétaire et financier. En effet, l'autorité nationale compétente peut interdire la vente à découvert lorsque « des événements ou évolutions défavorables se sont produits qui représentent une menace sérieuse pour la stabilité financière ou la confiance des marchés dans l'État membre concerné ou dans un ou plusieurs autres États membres » et que « la mesure est nécessaire pour parer à la menace et n'aura pas sur l'efficacité des marchés financiers un effet préjudiciable qui soit disproportionné par rapport aux avantages escomptés ». Sur ce fondement, l'AMF a annoncé le 17 mars 2020 une interdiction des positions courtes pendant une durée d'un mois⁷¹ en raison des répercussions sur les marchés financiers de la crise sanitaire du Covid-19⁷². Cette interdiction a été prolongée le 15 avril 2020⁷³ d'un autre mois et a été finalement suspendue le 18 mai 2020⁷⁴.

L'AMF peut également décider d'une interdiction des prises de positions courtes portant uniquement sur certains titres. En application de l'article 23 du Règlement européen sur les ventes à découvert, une telle suspension peut être prononcée « lorsque le prix d'un instrument financier sur une plate-forme de négociation a, en une seule journée de négociation, accusé une baisse significative par rapport au prix de clôture de la journée de négociation précédente » avec pour objectif « d'empêcher une chute incontrôlée du prix ». Sur ce fondement, l'AMF a

⁷⁰ Article L621-1 du Code monétaire et financier.

⁷¹ Plus précisément, cette interdiction doit être approuvée et prononcée par le ministre de l'Économie.

⁷² Communiqué AMF, « L'AMF annonce une interdiction des positions courtes pour une durée de 1 mois », 17 mars 2020, <https://www.amf-france.org/fr/actualites-publications/communiqués/communiqués-de-lamf/lamf-annonce-une-interdiction-des-positions-courtes-pour-une-duree-de-1-mois>

⁷³ Communiqué AMF, « L'AMF annonce la prolongation de l'interdiction des positions courtes nettes jusqu'au 18 mai 2020 », 15 avr. 2020, <https://www.amf-france.org/fr/actualites-publications/communiqués/communiqués-de-lamf/lamf-annonce-la-prolongation-de-linterdiction-des-positions-courtes-nettes-jusquau-18-mai-2020>

⁷⁴ Communiqué AMF, « L'AMF suspend l'interdiction de créer ou d'augmenter des positions courtes nettes », 18 mai 2020, <https://www.amf-france.org/fr/actualites-publications/communiqués/communiqués-de-lamf/lamf-suspend-linterdiction-de-creer-ou-daugmenter-des-positions-courtes-nettes>

par exemple interdit la vente à découvert sur 92 valeurs pour la séance du 17 mars 2020 en raison de la chute des cours liée à la crise sanitaire⁷⁵. En matière d'activisme short, l'autorité allemande (la BaFin) avait suspendu provisoirement les positions courtes sur Wirecard le 18 février 2019.

L'Autorité européenne des marchés financiers (l'ESMA) a également un pouvoir d'interdiction des ventes à découvert pour assurer la stabilité financière des marchés européens⁷⁶.

Enjeux. – Alors que les rapports publiés depuis octobre 2019 se concentrent davantage sur les enjeux de gouvernance et de transparence, la question de l'encadrement de l'activisme dit short ne peut s'apprécier sans le prisme de la réglementation sur les abus de marché⁷⁷. Sur ce sujet, l'Autorité des Marchés Financiers (AMF) publiait le 4 septembre 2018, un communiqué de presse rappelant certaines règles de prévention des abus de marché à destination des spéculateurs à la baisse⁷⁸. En effet, face aux « attaques » des fonds activistes, les sociétés cibles se défendent en opposant les différents manquements boursiers issus du Règlement Abus de Marché.

Le short seller peut d'abord être sanctionné pour diffusion d'informations fausses ou trompeuses à travers son rapport publié sur la cible ou ses différentes communications dans les médias⁷⁹. De manière encore plus fatale, la campagne activiste short dans son intégralité peut également être considérée comme une manipulation de cours⁸⁰. Les vendeurs à découvert ne sont pas non plus à l'abri d'une sanction sur le fondement du manquement d'initié. D'une part, les informations exploitées par l'activiste short pour prendre des positions courtes peuvent être qualifiées de privilégiées et celui-ci pourra être sanctionné pour leur utilisation⁸¹. D'autre part,

⁷⁵ Communiqué AMF, « L'AMF annonce une interdiction temporaire sur les ventes à découvert portant sur certaines actions pour la séance du 17 mars », 17 mars 2020, <https://www.amf-france.org/fr/actualites-publications/communiqués/communiqués-de-lamf/lamf-annonce-une-interdiction-temporaire-sur-les-ventes-decouvert-portant-sur-certaines-actions-pour>

⁷⁶ Jérémy Blimbaum, « Ventes à découvert : clarification des pouvoirs de l'ESMA », BJB mars 2014, n° 111f5, p. 150

⁷⁷ Antoine Gaudemet, « Activisme actionnarial : le débat ne se joue pas où l'on croit », BJB nov. 2019, p.64

⁷⁸ Le communiqué n'est plus disponible sur le site de l'AMF. Dans la presse : <https://investir.lesechos.fr/actions/actualites/repete-l-amf-met-en-garde-les-fonds-vendeurs-a-decouvert-au-sujet-de-casino-1805329.php>

⁷⁹ V. *Partie I, Section 2, II*)

⁸⁰ V. *Partie I, Section 2, I*)

⁸¹ V. *Partie I, Section 1, I*)

la publication même du rapport peut être une information privilégiée et conduire le vendeur à découvert à commettre une auto-initiation⁸².

Or, si ces derniers venaient à s'appliquer à la pratique même de la prise de positions courtes suivie de la publication d'un rapport critique, cela clôturerait tout simplement le débat de l'activisme short par une pure interdiction. Toutefois, en raison du faible nombre de cas en France, ni la position du Collège de l'AMF ni celle de la Commission des sanctions, et encore moins des différentes juridictions, ne permettent d'apporter une réponse définitive à l'heure actuelle. Cette situation justifie alors une étude de l'application des abus de marché à la pratique de l'activisme short à partir des définitions de MAR et de leurs interprétations jurisprudentielles.

Sous un angle différent, la question est également celle du caractère adapté ou non des définitions de l'opération d'initié et de la manipulation de marché. Ainsi, contribuant aux discussions actuelles autour de la révision de MAR, l'activisme short offre un test de la réglementation des abus de marché. En mettant en relief les faiblesses de cette dernière, cette analyse permettra d'identifier les éventuelles modifications nécessaires et d'esquisser le cadre juridique idéal pour la régulation de l'activisme short à travers les manquements boursiers.

Plan. – L'étude de l'application des différents abus de marché à l'activisme short permet de mettre en exergue les incertitudes découlant du caractère extensif de leurs définitions (**Partie 1**). Ces incertitudes rendent alors nécessaire une réflexion à la fois juridique et économique, dont l'objectif sera de tracer les perspectives d'évolutions – législatives ou jurisprudentielles – autour de la question de l'encadrement de cette forme d'activisme à travers les abus de marché (**Partie 2**).

*

⁸² *Partie 1, Section 1, I) B)*

Pour une approche complète du sujet, l'analyse juridique classique doit être complétée par une approche économique qu'il convient de préciser dans un chapitre préliminaire.

Chapitre préliminaire : L'approche économique des abus de marché

Après avoir justifié le recours à l'approche économique (**Section 1**), il est essentiel de cerner précisément la notion centrale d'efficacité des marchés financiers (**Section 2**) et de déterminer les méthodes de l'approche économique en matière de régulation des abus de marché et de l'activisme short (**Section 3**).

Section 1 : La pertinence de l'approche économique des abus de marché

L'analyse sous le prisme de l'efficacité est rendue nécessaire par l'essence économique des marchés financiers (**I**) et les objectifs économiques poursuivis par la réglementation sur les abus de marché (**II**).

I. L'essence économique des marchés financiers

Approche économique du droit des marchés financiers. – Loin de faire l'unanimité au sein de la doctrine française pour l'ensemble des disciplines juridiques, l'analyse économique du droit trouve toutefois un terrain de jeu naturel en droit financier. La poursuite de l'efficacité économique promue par cette approche est légitime en ce que l'existence même des marchés financiers répond à différents objectifs économiques.

Financement des agents. – La fonction première des marchés financiers est le financement des agents économiques. Plus simplement, les marchés financiers permettent aux différents acteurs, principalement les entreprises, d'accéder à des ressources afin de financer leurs activités. On est passé progressivement d'une économie d'endettement à une économie des marchés financiers, où ces derniers jouent le rôle principal en termes de financement⁸³.

Allocation optimale des ressources. – Les marchés financiers ne permettent pas seulement un simple financement des agents économiques. Elles doivent fonctionner normalement de telle

⁸³ John Hicks, *The Crisis in Keynesian Economics*, 1974.

sorte à permettre une allocation optimale des ressources. Autrement dit, les marchés permettent un transfert de ressources des agents à capacité de financement vers les agents à besoin de financement. Pour que cette allocation soit optimale, le processus de formation des prix doit être efficace. En effet, si le prix d'un actif est supérieur à sa valeur réelle, cela signifie que plus de ressources que ce qui est nécessaire sont attribués à cet actif. D'où l'enjeu primordial d'éviter les surévaluations sur les marchés financiers.

Marchés financiers et croissance économique. – Le développement des marchés financiers favorise également la croissance économique. Cette corrélation a notamment été démontrée à travers une étude empirique⁸⁴. Ainsi, une économie ayant développé ses marchés financiers atteint un équilibre supérieur par rapport à une économie qui ne l'a pas fait⁸⁵.

Ces éléments justifient une analyse du droit des marchés financiers sous le prisme de l'efficacité. La réglementation sur les abus de marché n'échappe pas non plus à cette logique.

II. Les objectifs économiques de la prohibition des abus de marché

Enjeux économiques et moraux. – L'interdiction des abus de marché répond à un double enjeu moral et économique⁸⁶. La considération morale est celle de l'équité. Efficacité économique.

Ratio legis de MAR. – La ratio legis de la prohibition européenne des abus de marché est exprimée au deuxième considérant du Règlement MAR. Celui-ci affirme que « pour qu'un marché financier puisse être intégré, efficace et transparent, l'intégrité du marché est nécessaire. Le bon fonctionnement des marchés des valeurs mobilières et la confiance du public en ces marchés sont des préalables indispensables à la croissance économique et à la prospérité. Les abus de marché nuisent à l'intégrité des marchés financiers et ébranlent la confiance du public dans les valeurs mobilières et les instruments dérivés. »

⁸⁴ Robert G. King, Ross Levine, "Finance and Growth: Schumpeter Might Be Right", *The Quarterly Journal of Economics*, 1993, vol. 108, issue 3, 717-737.

⁸⁵ Gilles Saint-Paul, "Technological choice, financial markets and economic development", *European Economic Review*, Volume 36, Issue 4, May 1992, Pages 763-781

⁸⁶ Emiliós Avgouleas, *The Mechanics and Regulation of Market Abuse*, Oxford University Press, 2005.

Intégrité des marchés. – Ni la réglementation européenne ni les différentes législations nationales ne semblent fournir une véritable définition de la notion d'intégrité des marchés. Au sein de la littérature économique et juridique, le marché intègre est souvent considéré comme celui exempt... de tout abus⁸⁷. Le serpent se mord donc légèrement la queue. Or, si les abus de marché doivent être déterminés de manière à englober les comportements qui nuisent à l'intégrité des marchés, une véritable définition de cette dernière est nécessaire.

Le dictionnaire Larousse propose trois définitions pour le mot « intégrité » :

- « État de quelque chose qui a toutes ses parties, qui n'a subi aucune diminution, aucun retranchement »
- « État de quelque chose qui a conservé sans altération ses qualités, son état originels »
- « Qualité de quelqu'un, de son comportement, d'une institution qui est intègre, honnête »

La compréhension de la notion d'intégrité des marchés à travers cette troisième acception renverrait à une vision morale et égalitaire des marchés financiers. Le marché intègre serait donc celui assurant l'égalité entre tous les participants, notamment quant à l'accès à l'information, et garantissant qu'aucun participant ne se trouve lésé.

En revanche, en suivant les première et deuxième définitions, le marché intègre serait celui qui n'a pas perdu son efficacité, et même son efficience⁸⁸. Autrement dit, l'intégrité des marchés serait leur pleine capacité à remplir leurs objectifs économiques (allocation optimale des ressources etc.) et à moindre coût.

La logique de la réglementation européenne correspond en réalité sûrement à ces deux acceptions à la fois. L'enjeu moral est dès lors certes important dans l'esprit européen mais il n'est pas dénué de tout aspect économique. Un marché intègre est donc un marché à la fois égalitaire et efficiente. La question qui se posera alors sans doute dans certaines hypothèses sera celle du conflit entre ces deux intérêts et l'identification de l'enjeu prédominant.

⁸⁷ Janet Austin, "What Exactly Is Market Integrity? An Analysis of One of The Core Objectives of Securities Regulation", 8 Wm. & Mary Bus. L. Rev. 215 (2017)

⁸⁸ L'efficience pouvant être définie comme la capacité de remplir les objectifs fixés (l'efficacité) à moindre coût.

Confiance du public. – L'autre objectif de la réglementation européenne des abus de marché est de maintenir la confiance du public dans les instruments financiers. Assez semblable à première vue à l'enjeu de protection des investisseurs, celui-ci se distingue toutefois en ce qu'il sous-tend un objectif plus économique. En effet, la protection des investisseurs consiste à éviter que ces derniers ne subissent de préjudice lors de leur participation aux marchés. Cette protection est une finalité à elle seule. En revanche, la confiance du public n'est qu'un préalable pour l'efficacité des marchés financiers. Sans confiance, le public se désintéresserait de la bourse, ce qui nuirait au développement des marchés financiers et in fine à la croissance économique⁸⁹.

Les considérations morales de la réglementation européenne des abus de marché servent donc – au moins partiellement – l'objectif d'efficacité des marchés, qu'il convient de cerner correctement.

Section 2 : L'appréhension de la notion d'efficacité des marchés

La notion d'efficacité est au cœur de la réglementation des abus de marché mais également de la question de l'activisme actionnarial. Le rapport parlementaire met ainsi l'accent sur la nécessité de préserver ou parvenir à un « marché efficace⁹⁰ » et rend dès lors indispensable la définition précise de cette notion. Au cours des dernières décennies, les théories classiques de l'efficacité (I) ont été complétées par l'apport de la finance comportementale (II)

I. Les théories classiques de l'efficacité des marchés

Théorie de l'efficacité des marchés. – Selon E. Fama, un marché est efficace lorsque le prix des actifs reflète à chaque instant l'ensemble des informations disponibles sur ces actifs⁹¹. D'après le même auteur, il existe trois formes d'efficacité.

⁸⁹ Cela ressort d'ailleurs expressément de la lettre du considérant 2 de MAR qui affirme que la confiance du public est un préalable à la croissance économique.

⁹⁰ La seconde partie du rapport est entièrement construite autour de la notion de marché efficace.

⁹¹ Eugène F. Fama, Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work, 25 J. FIN. 383, 415 (1970).

Efficienc e faible. – Dans un marché à effic ience faible, les prix reflètent les informations sur les prix passés. Autrement dit, il n'est pas possible de « battre le marché⁹² » en exploitant l'historique des cours.

Efficienc e semi-forte. – Dans un marché à effic ience semi-forte, les prix reflètent les prix passés et les informations publiques mais pas les informations privées. Autrement dit, il n'est possible de réaliser un profit anormal qu'en exploitant des données privées.

Efficienc e forte. – Les prix des actifs reflètent l'ensemble des informations publiques et privées. Sous cette forme, l'exploitation d'une information, peu importe sa qualité, ne peut permettre de battre le marché.

Mécanisme d'arbitrage. – Lorsqu'il existe des failles d'effic ience, soit une absence de corrélation entre les prix et les informations disponibles, des investisseurs sophistiqués peuvent les repérer et les exploiter. Par leur intervention, les prix vont être corrigés et se rapprocher de la valeur fondamentale des actifs⁹³.

Efficienc e informationnelle et valeur fondamentale. – Le prix efficient au sens de l'effic ience informationnelle est-il nécessairement le prix correspondant à la valeur fondamentale du titre ? Certains auteurs ont distingué ces deux formes d'effic ience. Ce qui apparaît cohérent est que l'effic ience informationnelle est un prérequis à l'effic ience fondamentale⁹⁴. En effet, la valorisation d'un actif ne peut se faire avec une efficacité complète si toutes les informations sur l'actif en question ne sont pas disponibles.

Ces théories de l'effic ience montrent toute l'importance de la disponibilité des informations au sein des marchés financiers.

II. Les apports de la finance comportementale

⁹² C'est-à-dire atteindre une performance supérieure à celle du marché.

⁹³ Ronald J. Gilson, Reinier Kraakman, *The Mechanisms of Market Efficiency* (1984)

⁹⁴ Ronald J. Gilson, Reinier Kraakman, *Market Efficiency after the Financial Crisis: It's Still a Matter of Informational Costs*, 100 VA. L. REV. 313 (2014)

Approche comportementale. – L’analyse comportementale tend à remettre en cause le modèle de rationalité de l’approche économique et la théorie de l’efficience des marchés⁹⁵. Elle puise dans les travaux cognitifs⁹⁶ pour mettre en avant les différents biais qui peuvent affecter le jugement de l’investisseur supposé rationnel. L’étude de certains de ces biais est essentiel pour comprendre ensuite le rôle des activistes short sur les marchés financiers.

Biais de confiance excessive. – Les individus souffrent de manière générale d’un excès de confiance⁹⁷. Cela signifie qu’ils considèrent que les bonnes choses ont plus de chance que la moyenne de leur arriver et qu’inversement les mauvaises choses ont moins de chances que la moyenne de leur arriver à eux⁹⁸.

Biais d’ancrage. – Le biais d’ancrage révèle les difficultés qu’un investisseur rencontre pour se séparer de sa première impression. Ainsi, lorsqu’il a un avis positif sur la valeur d’un titre, l’acceptation d’éléments négatifs est plus difficile et l’intégration de ces informations dans les prix est donc perturbée.

Comportements moutonniers. – L’efficience des marchés financiers est également contrariée par l’adoption de comportements moutonniers par les investisseurs. En effet, ces derniers ont une tendance au mimétisme et à la reproduction des comportements d’autres acteurs. Dès lors, une vision sur-optimiste, ou inversement, d’un titre financier peut être reproduite par une grande majorité des investisseurs. Ce phénomène est d’autant plus marqué qu’il concerne non seulement les investisseurs particuliers mais également les investisseurs institutionnels⁹⁹.

Conciliation avec la théorie de l’efficience. – Contrairement à ce qui est soutenu par certains auteurs¹⁰⁰, la théorie de l’efficience des marchés n’est pas rendue désuète par la finance

⁹⁵ Andrei Schleifer, *Inefficient Markets: An Introduction to Behavioral Finance*, Oxford University Press, 2000 ; Yamina Tadjeddine, « La Finance comportementale, une critique cognitive du paradigme classique de la finance », In *Idées économiques et sociales*, 2013/4 N° 174, pages 16 à 25.]

⁹⁶ Amos Tversky, Daniel Kahneman, “Judgment under Uncertainty: Heuristics and Biases”, *Science*, 185, 4157, 1974, p. 1124-1131.

⁹⁷ Neil D. Weinstein, Unrealistic Optimism About Future Life Events, 39 J. PERSONALITY & SOC. PSYCHOL. 806, 806 (1980)

⁹⁸ Russel B. Korobkin, Thomas S. Ulen, *Law and Behavioral Science: Removing the Rationality Assumption from Law and Economics*, California Law Review, Vol. 88, 2000.

⁹⁹ John R. Nosing, Richard W. Sias, Herding and Feedback Trading by Institutional and Individual Investors, *Journal of Finance*, 1999, vol. 54, issue 6, 2263-2295

¹⁰⁰ Robert J. Shiller, *Irrational Exuberance* (Princeton, NJ: Princeton University Press, 2000)

comportementale¹⁰¹. Ces différents biais peuvent apparaître davantage comme des éléments qui entravent momentanément l'efficacité des marchés et contre lesquels il est possible de lutter. Le modèle général reste donc valable.

Section 3 : Les méthodes de l'approche économique de la régulation

L'approche économique de l'encadrement de l'activisme short à travers les abus de marché consistera à identifier la régulation la plus efficace (I) en considérant à la fois les voies ex ante et ex post (II).

I. L'identification de la régulation efficace

Efficacité comparée. – L'analyse économique du droit offre des outils permettant de comparer l'efficacité de plusieurs règles juridiques afin de déterminer celle qui maximise le bien-être social.

Critères d'optimalité. – Le premier critère utilisé est celui de Pareto. Pour qu'un système soit Pareto optimal, aucun changement dans l'allocation des ressources ne doit pouvoir augmenter la satisfaction d'au moins un agent sans diminuer celle d'un autre¹⁰².

Ce critère, dont l'application est peu vraisemblable pour choisir la réglementation idéale, a été amélioré par celui de Kaldor-Hicks. Selon ce dernier critère, un changement dans l'allocation des ressources est socialement bénéfique si les bénéficiaires du changement sont en mesure de compenser les perdants tout en conservant un gain net. Le choix des agents est déterminé par le critère de la maximisation des richesses¹⁰³. Leur préférence est ainsi évaluée par leur disponibilité à payer pour le changement d'état. Dès lors, pour choisir entre deux législations ou deux décisions, le législateur ou le juge doivent additionner dans chaque hypothèse les préférences et choisir le maximal.

II. Une approche ex ante et ex post

¹⁰¹ Ronald J. Gilson, Reinier Kraakman, *The Mechanisms of Market Efficiency Twenty Years Later: The Hindsight Bias* (Octobre 2003), Columbia Law and Economics Working Paper No. 240; Stanford Law and Economics Olin Working Paper No. 270; Harvard Law and Economics Disc. Paper No. 446.

¹⁰² Robert Cooter, Thomas Ulen, *Law and Economics, 6th edition* (2016), Berkeley Law Books, Book 2.

¹⁰³ Richard Posner, « Utilitarianism, Economics, and Legal Theory », 8 *Journal of Legal Studies* 103 (1979).

Double approche. – La recherche du cadre idéal pour l’encadrement de l’activisme short passe nécessairement par une double approche ex ante et ex post¹⁰⁴.

Régulation ex ante. – L’approche ex ante consiste à déterminer les règles juridiques efficaces. Ces dernières doivent être de nature à inciter aux comportements maximisant le bien-être social. Cette analyse peut venir nourrir les réflexions autour d’une éventuelle réforme législative pour l’encadrement de l’activisme actionnarial ainsi que les débats dans le cadre de la révision du Règlement Abus de Marché.

Régulation ex post. – L’approche ex post – davantage négligée dans les systèmes civilistes mais qui présente une réelle pertinence en matière boursière – consiste à identifier la manière la plus efficace pour les autorités de contrôle de réagir a posteriori à un comportement. Il s’agira, notamment, d’identifier des « lignes directrices » pour l’application des abus de marché aux campagnes activistes short par l’AMF.

Au-delà du simple traitement d’un cas d’espèce, l’approche ex post doit également tenir compte des conséquences futures sur les comportements des agents. Autrement dit, la régulation ex post peut devenir une forme de régulation ex ante et permettre à son tour d’inciter à des comportements maximisant le bien-être social pour des agents non directement concernés.

*

¹⁰⁴ Marie-Anne Frison-Roche, Le couple ex ante-ex post, justification d’un droit propre et spécifique de la régulation, in *Les engagements dans les systèmes de régulations*, coll. "Droit et Économie de la Régulation", vol.4, Presses de Sciences-Po / Dalloz, 2006, pp. 33-48.

Partie 1 : L'application incertaine de la qualification d'abus de marché à l'activisme short

Les incertitudes relatives à l'application des abus de marché à l'activisme des fonds vendeurs à découvert découlent tant de la vision européenne extensive de l'opération d'initié (**Section 1**) que du caractère englobant des manipulations de marché telles que définies par le Règlement MAR (**Section 2**).

Section 1 : Une vision extensive de l'opération d'initié

L'article 8 du Règlement MAR dispose qu'« *une opération d'initié se produit lorsqu'une personne détient une information privilégiée et en fait usage en acquérant ou en cédant, pour son propre compte ou pour le compte d'un tiers, directement ou indirectement, des instruments financiers auxquels cette information se rapporte.* » Le champ d'application du délit d'initié dépend donc du périmètre de l'information privilégiée (**I**) ainsi que de l'usage sanctionné (**II**).

I. Le périmètre élargi de l'information privilégiée

L'étude de la définition de l'information privilégiée met en avant l'élasticité de cette notion, amenant en fin de compte à se demander si toute information portant sur l'émetteur d'un titre financier exploitée par un short seller ne serait pas privilégiée (**A**). L'ultime test de l'extension du périmètre de l'information privilégiée réside dans la question de l'auto-initiation, qui pourrait sanctionner un fonds activistes pour l'utilisation de l'information de sa propre future publication pour prendre les positions courtes (**B**).

A. L'élasticité du caractère privilégié de l'information

Définition. – L'information privilégiée est définie par l'article 7 du Règlement MAR comme « une information à caractère précis qui n'a pas été rendue publique, qui concerne, directement ou indirectement, un ou plusieurs émetteurs, ou un ou plusieurs instruments financiers, et qui, si elle était rendue publique, serait susceptible d'influencer de façon sensible le cours des instruments financiers concernés ou le cours d'instruments financiers dérivés qui leur sont

liés ». Pour être qualifiée de privilégiée, une information doit donc concerner directement ou indirectement un émetteur ou un titre financier, être précise, privée, et sensible.

Objet de l'information. – L'information doit tout d'abord porter, directement ou indirectement, sur l'émetteur ou sur l'instrument financier. Or, le fonds activiste exploite des informations afin de déterminer la valeur fondamentale de l'action de la société cible. Ces éléments portent donc nécessairement sur l'émetteur et les titres qu'elle émet. Dans tous les cas, le fait que le lien puisse être indirect offre une marge d'appréciation extrêmement importante aux autorités de contrôle.

Quelques exemples d'informations exploitées par les fonds activistes short permettront de mieux mesurer les risques de qualification d'information privilégiée. Il est courant que le vendeur à découvert surveille les locaux d'un émetteur, par exemple pour y relever des anomalies en termes d'activité¹⁰⁵. Celui-ci peut également recevoir des informations de la part du salarié, d'autres membres de la société ou tout autre intervenant.

Caractère précis. – Ensuite, l'information doit être précise. L'article 7 de MAR affirme qu'une « information est réputée à caractère précis si elle fait mention d'un ensemble de circonstances qui existe ou dont on peut raisonnablement penser qu'il existera ou d'un événement qui s'est produit ou dont on peut raisonnablement penser qu'il se produira, si elle est suffisamment précise pour qu'on puisse en tirer une conclusion quant à l'effet possible de cet ensemble de circonstances ou de cet événement sur le cours des instruments financiers ». Aucune difficulté particulière ne se présente donc dans l'appréciation du caractère précis d'une information sur un événement passé. Il suffit qu'il soit possible d'en tirer une conséquence sur le cours, ce que le fonds activiste fait justement. Concernant les événements futurs, il suffit qu'il y ait des chances raisonnables que ceux-là se produisent. Cette condition est appréciée de manière de plus en plus souple, au point que certains auteurs se demandent si toute information portant sur une société cotée ne serait-elle finalement pas privilégiée¹⁰⁶.

¹⁰⁵ Le documentaire « The China Hustle » précité l'illustre bien.

¹⁰⁶ M. Billam, N. Mennesson, « Sociétés cotées : toute information est-elle privilégiée ? » <https://www.leclubdesjuristes.com/les-publications/societes-cotees-toute-information-est-elle-privilegiee/>

Caractère privé. – Pour être qualifiée de privilégiée, l'information doit ne pas avoir été rendue publique. Or, aucun élément n'est publié avant la prise de positions courtes par le fonds activiste. Une telle publication annihilerait en effet l'avantage du vendeur à découvert par rapport aux autres investisseurs et réduirait ses perspectives de bénéfices liés à l'opération. Les informations exploitées par les fonds activistes short sont donc généralement bien de nature privée. Cela peut ne pas être le cas lorsque le short seller exploite des informations publiques (telles que l'endettement et autres données financières) pour tirer ses conclusions.

Caractère sensible. – L'information sensible est celle « qu'un investisseur raisonnable serait susceptible d'utiliser comme faisant partie des fondements de ses décisions d'investissement¹⁰⁷ ». Les considérants de MAR apportent davantage de précisions sur l'appréciation de cette condition.

Cette sensibilité doit avant tout être « appréciée sur la base des informations disponibles ex ante¹⁰⁸ ». Autrement dit, l'information doit avoir été susceptible d'être utilisée comme faisant partie des décisions d'investissement d'un investisseur raisonnable au moment de l'utilisation de l'information privilégiée, et non a posteriori. Pour caractériser cela, il faut « prendre en considération l'impact anticipé de l'information en question, compte tenu de l'ensemble des activités de l'émetteur qui y sont liées, de la fiabilité de la source d'information et de toutes les autres variables de marché susceptibles, dans les circonstances données, d'avoir un effet sur les instruments financiers concernés¹⁰⁹ ».

Attention, cela ne signifie pas pour autant que les informations ex post, autrement dit les informations disponibles après la réalisation de l'opération, ne peuvent être en aucun cas utilisées. En effet, celles-ci « peuvent servir à vérifier la présomption de sensibilité des cours aux informations disponibles ex ante¹¹⁰ ». Donc les réactions du marché à l'opération peuvent venir confirmer ou infirmer le caractère sensible de l'information. Toutefois, « elles ne devraient pas être utilisées pour poursuivre les personnes qui auraient tiré des conclusions raisonnables des informations dont elles disposaient ex ante¹¹¹ ».

¹⁰⁷ Article 7 paragraphe 4 du Règlement MAR.

¹⁰⁸ Considérant 14 du Règlement MAR.

¹⁰⁹ *Ibid.*

¹¹⁰ Considérant 15 du Règlement MAR.

¹¹¹ *Ibid.*

Dans le cadre des campagnes activistes short, la démonstration du caractère sensible de l'information exploitée devrait être assez aisée. Le fait que l'utilisateur de l'information lui-même (le vendeur à découvert), fonde directement - au moins en partie – sa stratégie (de prise de positions courtes) sur la connaissance de cette information est assez révélateur. Et la réaction du marché après diffusion de l'information n'en sera qu'une preuve supplémentaire.

Finalement, lorsqu'un activiste short a recours à des données privées pour fonder sa stratégie, les risques de voir l'information qu'il exploite qualifiée de privilégiée sont assez importants. En réalité, même l'exploitation d'informations exclusivement publiques ne le met pas à l'abri d'une telle qualification en raison de ses communications.

B. Le risque d'auto-initiation

Activisme short et auto-initiation. – L'auto-initiation consiste à sanctionner le créateur d'une information privilégiée pour la réalisation d'une opération sur la base de cette information. Dans le cadre de l'activisme short, cela se manifesterait par la sanction du fonds activiste pour sa prise de positions courtes en ayant eu connaissance de la publication prochaine de son propre rapport sur l'émetteur.

Analyse textuelle. – Il s'agit donc de déterminer en premier lieu si la publication à venir du rapport peut être considérée comme une information privilégiée

Sur ce point, le considérant 28 du Règlement Abus de Marché affirme tout d'abord que « ne devraient dès lors pas être réputés, en soi, être des informations privilégiées les travaux de recherche et les estimations élaborés sur la base de données publiques, et le simple fait qu'une opération est effectuée sur la base de tels travaux de recherche ou de telles estimations ne devrait pas être réputé constituer une utilisation d'informations privilégiées ». L'analyse de l'activiste short en elle-même n'est donc vraisemblablement pas une information privilégiée. Ce considérant poursuit néanmoins en précisant que « cependant, peuvent, par exemple, constituer des informations privilégiées les informations dont la publication ou la diffusion est normalement attendue par le marché et contribue au processus de formation des cours des instruments financiers, ou celles rapportant l'avis d'un analyste des marchés ou d'une institution reconnus, qui peuvent fournir des informations quant aux cours d'instruments financiers liés. Les acteurs du marché doivent donc étudier dans quelle mesure les informations

ne sont pas publiques et examiner leur effet éventuel sur les instruments financiers négociés avant la publication ou la diffusion des informations, afin de déterminer s'ils négocient sur la base d'informations privilégiées ». La publication du rapport d'un activiste short n'est sans doute pas une information normalement attendue par le marché et contribuant au processus de formation des cours, ce qui vise exclusivement les rapports d'analystes, mais il peut être considéré comme un avis d'une institution reconnue – notamment au vu de la notoriété de certains fonds et des effets de leurs interventions sur le marché – quant aux cours d'instruments financiers. Dès lors, si le rapport en lui-même n'est pas une information privilégiée dans l'esprit du Règlement Abus de Marché, le fait que celui-ci va être prochainement porté à la connaissance du public peut en être une¹¹².

Il faut donc vérifier si cette publication remplit les conditions de l'information privilégiée. Le caractère privé étant un élément intrinsèque de l'information de publication future, celui-ci ne fait aucun doute. Il s'agit également bien d'une information précise puisqu'au moment de la prise de positions courtes, le short seller est certain de publier son analyse sur la cible – sachant qu'une grande probabilité que l'événement se réalise suffit. Enfin, le caractère sensible ne fait pas non plus place à un grand doute, la publication de l'analyse d'un activiste short sur une société étant toujours suivi d'une importante réaction en bourse, synonyme d'une augmentation des volumes échangés et d'une chute de l'action de la cible.

Une interprétation littérale de MAR semble donc en faveur de la reconnaissance de la publication future du rapport d'un activiste short comme une information privilégiée.

Doutes jurisprudentielles. – Deux décisions jurisprudentielles récentes sèment le doute sur la question de l'acceptation en droit français de l'auto-initiation.

Le première est une décision de la Commission des sanctions de l'AMF du 24 octobre 2018. Celle-ci a retenu la qualification d'information privilégiée pour « la publication prochaine d'un article de presse relayant une rumeur » et a sanctionné le journaliste anglais pour son manquement à l'obligation d'abstention de communiquer une information privilégiée, ainsi que les bénéficiaires pour avoir utilisé cette information.

¹¹² A. Couret, H. Le Nabasque, M-L. Coquelet, T. Granier, D. Poracchia, A. Raynouard, A. Reygrobelle, D. Robine, Droit financier, Précis Dalloz, 2019, pp. 1327-1330.

La seconde est un arrêt du Conseil d'Etat du 30 janvier 2019 qui a sanctionné un analyste financier pour avoir réalisé à titre personnel des opérations sur des titres financiers avant la diffusion attendue des recommandations d'investissement de son bureau d'analyse portant sur ces mêmes titres. L'arrêt affirme ainsi que « les travaux et estimations de bureaux d'analyse et de recherche reconnus peuvent, dans certains cas, revêtir le caractère d'une information privilégiée, notamment s'ils sont destinés à une publication prochaine, attendue par le marché, et révèlent une recommandation, émise pour la première fois ou modifiant celles précédemment émises, concernant des instruments financiers de la part de ces institutions ». Il s'agit donc tout simplement de l'application du considérant 28 précité.

Ces décisions ne sont pas des cas d'auto-initiation à proprement parler. Dans aucune des deux hypothèses, l'information privilégiée n'a été utilisée directement par son producteur. La porte est néanmoins grande ouverte. La qualification d'information privilégiée de la publication de l'article de presse est transposable à la diffusion de rapports par les activistes short. Or, si cette qualification est retenue, rien n'empêche la caractérisation d'un manquement d'initié en cas d'utilisation de l'information¹¹³. De même, l'arrêt du Conseil d'Etat n'applique certes que la solution prévue au considérant 28 sur les publications normalement attendues par le marché, mais la solution pourrait être la même si le fonds activiste est considéré comme un analyste des marchés ou une institution reconnue.

Dans une contribution aux réflexions sur l'activisme en bourse, Robert Ophèle, président de l'AMF, affirme que « la parution prochaine d'un article ou d'un communiqué de presse, d'une analyse d'un bureau d'études peuvent constituer une information privilégiée¹¹⁴ ». Si ces propos ne sont in fine qu'un rappel des deux décisions précitées, il reste que le représentant du collège de l'AMF, autorité en charge du contrôle des abus de marché, fait lui-même le lien entre l'opération d'initié et l'activisme¹¹⁵.

Il faut toutefois signaler que la direction des enquêtes de l'AMF n'a pas abordé cette question de l'auto-initiation lors de la première enquête visant Muddy Waters dans l'affaire Casino. Cela

¹¹³ V. Partie I, section I, II)

¹¹⁴ AMF, « Contribution de Robert Ophèle aux réflexions sur l'activisme en bourse », 11 juil. 2019, <https://www.amf-france.org/fr/actualites-publications/prises-de-parole/contribution-de-robert-ophele-aux-reflexions-sur-lactivisme-en-bourse>

¹¹⁵ Antoine Gaudemet, *Activisme actionnarial : le débat ne se joue pas où l'on croit*, *op. cit.*

peut suggérer un rejet de cette notion dans l'hypothèse de l'activisme short de la part de l'autorité boursière mais il est impossible de l'affirmer avec certitude.

Une chose est donc sûre, rien ne permet à ce stade d'écarter définitivement le risque de sanction d'une campagne activiste short sur le fondement de l'auto-initiation¹¹⁶.

Le caractère extensif de l'information privilégiée fait peser un risque d'autant plus important sur les activistes short et l'ensemble des acteurs du marché que l'utilisation prohibée de cette information présente à son tour un champ d'application des plus larges.

II. L'usage sanctionné de l'information privilégiée

La définition de l'opération d'initié conduit à sanctionner toute opération sur les titres concernés par l'information privilégiée (A), révélant l'existence d'un devoir général d'abstention pour tout détenteur d'une telle information (B).

A. La sanction de toute opération sur les titres concernés par l'information

Le champ des opérations interdites (1) est aussi large que le champ des personnes pouvant être qualifiées d'initiés (2).

1. Le champ ratione materiae

Opérations prohibées. – Les opérations prohibées en cas d'usage d'une information privilégiée sont le fait d'acquérir ou céder « pour son propre compte ou pour le compte d'un tiers, directement ou indirectement, des instruments financiers auxquels cette information se rapporte¹¹⁷. » La vente à découvert tombe donc sous le coup de cette qualification puisqu'il ne s'agit, ni plus ni moins, que de la vente des actions de la cible.

Usage de l'information. – En réalisant l'opération, l'initié doit faire usage de son information. Cet usage est présumé en cas de preuve de la détention de l'information privilégiée au moment

¹¹⁶ Pour une analyse juridique aboutissant à la conclusion que la qualification d'opération d'initié est vraisemblablement de nature à s'appliquer à la pratique de l'activisme short, voir Précis Droit Financier, *op. cit.*, pp. 1429-1430.

¹¹⁷ Article 8 du Règlement MAR.

de réaliser l'opération. Si un activiste short possédait effectivement une information privilégiée au moment de la prise de positions courtes, il sera difficile de prouver que celui-ci ne l'a pas utilisé pour décider sa stratégie, surtout que cette information aura été a priori communiquée au marché peu de temps après l'opération.

Ce critère de l'usage de l'information aurait pu être efficace pour écarter l'auto-initiation si la prise de positions courtes et l'émission du rapport se faisaient de manière parfaitement simultanée¹¹⁸. En effet, cela signifierait qu'au moment de la vente à découvert, l'activiste s'est fondé non pas sur la future publication, puisqu'elle a eu lieu simultanément, mais sur le contenu des informations¹¹⁹. Néanmoins, une telle simultanéité parfaite n'arrive pas, la prise de positions courtes précédant nécessairement la publication d'informations.

Comportements légitimes. – L'article 9 du Règlement Abus de Marché donne une liste de comportements considérés comme légitimes et de nature à exclure la qualification d'opération d'initié.

Le seul comportement légitime qui semble se rapprocher à première vue du comportement d'un activiste short est celui posé par l'article 9 paragraphe 5 de MAR. Celui-ci affirme que « le simple fait qu'une personne utilise le fait de savoir qu'elle a décidé d'acquérir ou de céder des instruments financiers dans le cadre de l'acquisition ou de la cession de ces instruments financiers ne constitue pas en soi une utilisation d'informations privilégiées ». Le comportement du vendeur à découvert ne correspond toutefois pas à celui décrit. En effet, celui-ci ne se fonde pas sur une future vente ou acquisition de sa part mais bien sur les informations qu'il détient ou sur la publication d'informations à laquelle il entend procéder.

Ces comportements légitimes ne fournissent de toute façon pas une garantie infaillible. En effet, le sixième paragraphe de l'article 9 précise que même s'il y a une raison légitime au sens du règlement, « une violation de l'interdiction des opérations d'initiés énoncée à l'article 14 peut toujours être réputée avoir eu lieu si l'autorité compétente établit qu'il existait une raison illégitime pour les ordres, transactions ou comportements concernés ». Une grande marge de manœuvre est donc laissée aux autorités nationales pour apprécier

¹¹⁸ A. Couret et autres, *Droit financier, op. cit.*

¹¹⁹ Et encore faut-il que ces informations ne soient pas à leur tour privilégiées...

Aucune restriction quant au champ matériel de l'opération d'initié ne semble donc de nature à protéger l'activiste short.

2. Le champ ratione personae

Catégories d'initiés. – À l'origine, la réglementation sur les abus de marché prévoyait plusieurs catégories d'initié : les initiés primaires, qui sont les mandataires sociaux de la société concernée par l'information, les initiés secondaires, qui détiennent l'information grâce à leurs fonctions ou leur profession, et les initiés tertiaires, qui sont complètement externes. Ces catégories n'existent plus de manière aussi apparentes mais on en retrouve une trace dans l'article 8 paragraphe 4 de MAR et dans l'application des autorités qui ont maintenu le même mécanisme.

Intérêt exclusivement probatoire. – Le recours à ces différentes catégories ne se fait néanmoins que dans un intérêt purement probatoire. Ainsi, les mandataires sociaux sont présumés détenir et avoir utilisé l'information pour leur opération. Les personnes ayant l'information grâce à leurs fonctions sont présumé avoir utilisé l'information lorsqu'elles le détiennent. Et enfin, aucune présomption n'existe pour la dernière catégorie, dont font partie les activiste short, l'autorité devant démontrer à la fois la détention et l'utilisation.

Aucune limite n'est donc prévue au champ ratione personae de l'opération d'initié.

Finalement, la réglementation européenne fait peser sur tout détenteur d'information privilégiée une obligation de s'abstenir de réaliser toute opération sur les titres en question.

B. L'existence d'un devoir général d'abstention : comparaison avec les Etats-Unis

Vision européenne extensive. – La vision européenne de l'opération d'initié telle que présentée est extensive et tend à faire peser sur tout détenteur d'information privilégiée un devoir général d'abstention et de communication¹²⁰. Ce constat invite à comparer la situation

¹²⁰ Alain Pietrancosta, "Brief Remarks on the Necessary Clarification of Market Abuse Prohibitions in Times of Shareholder Activism", RTDF 2019/3.

d'un activiste short lorsque celui-ci intervient sur les marchés européens, plus spécifiquement français¹²¹, à sa situation lorsqu'il mène une campagne américaine.

Vision américaine restrictive. – La vision américaine de l'opération d'initié est plus restrictive et se base essentiellement sur la violation d'un devoir fiduciaire¹²².

Premièrement, l'exploitation d'une information privilégiée obtenue directement par l'utilisateur auprès de la société n'est sanctionnable qu'en cas de violation d'un devoir fiduciaire à l'égard de l'émetteur, et plus précisément à l'égard de ses actionnaires¹²³. Un tel devoir fiduciaire existe lorsque le détenteur de l'information privilégiée est un mandataire de l'émetteur (mandataire social ou avocat etc.), ce qui n'est pas le cas des fonds activistes short.

Ensuite, le bénéficiaire d'une information privilégiée obtenue par une autre source (le « *tippee* ») n'est responsable qu'à la double condition que celui qui a transmis l'information (le « *tipper* ») ait lui-même violé une obligation fiduciaire à l'égard de l'émetteur, qu'il ait tiré profit de la transmission, et que le bénéficiaire ait eu connaissance de cette violation¹²⁴. Or, dans de nombreuses hypothèses, soit la source du fonds activiste ne tire aucun profit de la transmission, soit l'information a circulé entre plusieurs mains avant d'arriver à l'activiste et donc ce dernier a très peu de chance d'avoir connaissance de la violation d'un devoir fiduciaire de la part de la source originelle¹²⁵.

Une troisième hypothèse de sanction des opérations d'initié est celle de la « *misappropriation theory* ». Sur ce fondement, les autorités américaines sanctionnent la réalisation d'une opération à partir d'une information privilégiée lorsque celle-ci a été obtenue en violation d'un devoir fiduciaire à l'égard de la source de l'information (et non de l'émetteur)¹²⁶. Or, peu de cas

¹²¹ Le Règlement MAR est bien un outil d'harmonisation mais des différences d'interprétations des autorités nationales peuvent toujours subsister. Concernant l'appréhension de l'auto-initiation par les autorités allemande et italienne, V. not. Stefano Lombardo, Some Reflections on the Self-insider and the Market Abuse Regulation – The Self-insider as a Monopoly-Square Insider, (2020), European Corporate Governance Institute, Law Working Paper No. 512/2020139.

¹²² Pour une comparaison entre les approches européenne et américaine de l'opération d'initié, voir Marco Ventoruzzo, Comparing Insider Trading in the United States and in the European Union: History and Recent Developments, MPILux Working Paper 5 (2014)

¹²³ Chiarella, 445 U.S. 222 (1980).

¹²⁴ *Dirks*, 463 U.S. 646 (1983).

¹²⁵ Barbara A. Bliss, Peter Molk, Frank Partnoy, Negative Activism (2019), *op. cit.*

¹²⁶ U.S. v. O'Hagan, 92 F.3d 612, 627 (8th Cir. 1996).

permettent d'imaginer l'existence d'une obligation fiduciaire à la charge d'un short seller envers sa source d'information. Le risque d'une sanction sur ce fondement est donc très faible.

Finalement, l'étude de ces différents fondements révèle qu'un activiste short a peu de chance d'être sanctionné pour la réalisation d'une opération d'initié aux Etats-Unis¹²⁷. Les vendeurs à découvert font donc face à un risque de condamnation plus élevé en Europe et en France qu'outre-Atlantique.

Conclusions sur l'application de l'opération d'initié. – La qualification d'opération d'initié présente donc un réel risque pour les fonds activistes vendeurs à découvert à l'occasion de leurs campagnes françaises. Ce risque est encore amplifié concernant le manquement de manipulation de marché.

Section 2 : Une définition englobante des manipulations de marché

A partir de l'article 12 de MAR, on peut distinguer deux catégories de manipulation de marché pouvant être appliquées à l'activisme short et dont la finalité commune serait de perturber le fonctionnement normal de l'offre et de la demande sur un titre financier. La première catégorie concerne la manipulation de marché par la réalisation d'opérations, que l'on peut qualifier de manipulation de cours¹²⁸ (I), et la seconde vise la manipulation de marché à travers la diffusion d'informations fausses ou trompeuses (II).

I. La manipulation de marché par la manipulation de cours

Le caractère englobant de la manipulation de cours se retrouve tant dans la diversité des formes de manipulation prévus par MAR que de la souplesse laissée au régulateur interne par les indicateurs du règlement européen. A partir des définitions données par le règlement, on peut déceler trois catégories de manipulation de cours susceptibles de s'appliquer aux opérations des fonds activistes short : la transmission d'indications fausses ou trompeuses (A),

¹²⁷ Barbara A. Bliss, Peter Molk, Frank Partnoy, *Negative Activism* (2019), 97 *Washington University Law Review*; University of Florida Levin College of Law Research Paper No. 19-19.

¹²⁸ A. Couret, H. Le Nabasque, M-L. Coquelet, T. Granier, D. Poracchia, A. Raynouard, A. Reygrobellet, D. Robine, *Droit financier*, *op. cit.*

la fixation du cours à un niveau anormal ou artificiel (**B**) et enfin, le recours à des procédés fictifs ou toute autre forme de tromperie et d'artifice (**C**).

A. La transmission d'indications fausses ou trompeuses

Définition. – En premier lieu, l'article 12 du Règlement Abus de Marché sanctionne le fait d'effectuer une transaction, passer un ordre ou adopter tout comportement qui « donne ou est susceptible de donner des indications fausses ou trompeuses en ce qui concerne l'offre, la demande ou le cours d'un instrument financier¹²⁹ ».

Hypothèse d'absence de diffusion d'informations. – Proche du manquement de diffusion d'informations fausses ou trompeuses, cette forme de manipulation de cours se distingue par son champ d'application plus large, susceptible de sanctionner tout comportement, dont l'achat ou la vente de titres, et non la seule diffusion d'informations. Elle représente donc potentiellement un outil permettant de sanctionner les prises de positions courtes par les fonds activistes malgré l'absence de diffusion de rapport, à l'image du cas Solutions 30. La question est alors la suivante : la prise de positions courtes significatives par un fonds activiste, faisant chuter le cours de l'action d'une société, peut-elle être considérée comme donnant une indication fausse ou trompeuse concernant l'offre, la demande ou le cours du titre en question ?

Objet des indications. – L'opération doit d'abord donner des indications sur « l'offre, la demande ou le cours d'un instrument financier ». Ce point ne fait pas réellement de doute concernant la prise de positions courtes par un fonds activiste short. En effet, la vente à découvert est un pari sur la baisse du titre. Si elle peut être utilisée comme un mécanisme de couverture de risque, cela n'est pas le cas pour les fonds activistes qui s'en servent comme une stratégie d'investissement à part entière et qui entendent tirer profit de la chute du cours de l'action. Cette prise de positions courtes indique dès lors que l'action de la société ciblée est considérée comme surévaluée par le fonds. Plus directement, elle peut fournir l'indication que les titres ont une valeur réelle inférieure ou que la société est frauduleuse.

¹²⁹ Article 12 1. a) i) du Règlement MAR.

Indications fausses ou trompeuses. – Tout réside donc dans la qualification du caractère faux ou trompeur de ces indications¹³⁰. Plutôt qu'une définition précise de ces notions, le Règlement MAR et la jurisprudence fournissent des exemples d'opérations jugées ainsi. Par exemple, l'AMF a sanctionné la passation d'ordres litigieux qui « représentaient une part importante du volume quotidien des transactions et, même s'ils n'ont eu qu'une influence limitée sur le cours du titre, animaient fictivement le marché du titre Compagnie du Cambodge, très peu liquide, et étaient susceptibles de générer, auprès des investisseurs, un intérêt renforcé pour ce titre¹³¹ ». La décision ajoute que « ces ordres étaient de nature à induire les investisseurs en erreur quant au nombre d'intervenants sur le marché ». Ainsi, une indication fausse ou trompeuse peut être l'illusion d'un « fort intérêt acheteur¹³² ». Inversement, celle-ci peut être constituée par l'illusion d'un fort intérêt vendeur. Dès lors, l'existence d'importantes positions courtes sur un laps de temps réduit peut à son tour donner une illusion aux investisseurs sur la manière dont le marché perçoit ces titres.

Hypothèse de concert de vendeurs à découvert. – L'intervention d'un activiste short sur un titre provoque en général l'arrivée d'autres vendeurs à découvert. A titre d'exemple, Solutions 30 a vu débarquer 7 autres hedge funds après la prise de positions courtes de Muddy Waters¹³³. Si une entente préalable a eu lieu entre les fonds pour décider d'intervenir sur ces titres, cette intervention concertée peut-elle être considérée comme donnant des indications fausses ou trompeuses ? La présence de plusieurs vendeurs à découvert peut indiquer qu'une importante partie des acteurs du marché considère le titre comme surévalué. Tout dépendra dès lors de savoir si les vendeurs à découvert se basent sur de véritables éléments d'analyse pour leur intervention, et donc s'ils sont effectivement convaincus de la surévaluation, ou simplement sur leur capacité commune à faire baisser le cours d'un titre financier. L'enjeu sera donc probatoire et fera l'objet d'une appréciation d'espèce, mais on voit que l'hypothèse de concert, qui est souvent le cas, augmente les risques d'une sanction sur le fondement de la transmission d'indications fausses ou trompeuses.

B. La fixation du cours à un niveau anormal ou artificiel

¹³⁰ Ni le règlement européen ni l'AMF ne semblent pourtant faire de distinction entre un caractère faux et un caractère trompeur.

¹³¹ AMF, décision n° 12 du 8 nov. 2018, SAN-2018-14.

¹³² AMF, décision n° 3 du 2 mai 2018, SAN-2018-04.

¹³³ Breakout Point, *Activist Short Selling in 2019*, *op. cit.*

Définition. – Cette deuxième forme de manipulation de cours entend sanctionner toute opération qui « fixe ou est susceptible de fixer à un niveau anormal ou artificiel le cours d'un ou de plusieurs instruments financiers¹³⁴ ».

Niveau anormal ou artificiel. – La prise de positions courtes par un activiste short peut faire chuter brutalement le cours de l'action de la société cible. Le lien de causalité entre l'intervention du vendeur à découvert et le nouveau cours est donc indiscutable. Mais ce nouveau cours est-il pour autant à un niveau anormal ou artificiel ?

Une question essentielle est celle du référentiel. Par rapport à quoi ce cours doit-il être anormal ou artificiel ? Les prix pourraient être par exemple considérés comme anormalement bas par rapport la valeur fondamentale des titres, par rapport à l'offre et la demande réelles ou encore par rapport au cours moyen basé une référence temporelle... Là encore, à défaut de définitions précises, la réglementation préfère donner des exemples. Cela ne tend pourtant pas à clarifier les choses puisque le Règlement MAR ne fait pas de distinction entre les indicateurs de la manipulation par transmission d'indications fausses ou trompeuses et ceux de la fixation du cours à un niveau anormal ou artificiel. Dans sa jurisprudence, l'AMF tend à démontrer le caractère anormal ou artificiel en soulignant que sans l'intervention de cet acteur, « le cours n'aurait pas atteint un tel niveau¹³⁵ ».

Plus spécifiquement en matière d'activisme short, la question qui peut se poser est celle de savoir si le cours est susceptible d'être considéré comme fixé à un niveau anormal ou artificiel en présence de positions courtes jugées trop importantes. La proposition du rapport parlementaire d'instaurer une présomption de fonctionnement anormal du marché à l'occasion du dépassement d'un certain seuil de vente à découvert semble justement aller dans ce sens¹³⁶. Au vu de l'impact de la vente à découvert à la fois sur les volumes échangés et sur le cours des titres financiers ciblés, il semble crédible de considérer que sans celle-ci, le cours n'aurait pas atteint un tel niveau.

¹³⁴ Article 12 1. a) ii) du Règlement MAR.

¹³⁵ AMF, décision 28 déc. 2016, SAN-2017-01.

¹³⁶ En réalité, on ne connaît pas réellement le sens et la portée que les rapporteurs ont voulu attribuer à cette présomption anormale de fonctionnement du marché. Une certaine lecture du rapport peut conclure à un simple levier pour contraindre l'AMF à agir mais i) dans quel but ? Suspendre provisoirement les ventes à découvert ? et ii) pourquoi évoquer une « présomption » si cette disposition n'a pas vocation à s'appliquer à un mécanisme déjà existant, telle que justement la manipulation de marché pour fixation du cours à un niveau anormal que le rapport évoque d'ailleurs spécifiquement dans la même page, sans faire pour autant un lien direct...

Moment d’appréciation. – Les éléments matériels de cette infraction semblent ici pouvoir être appréciés ex ante et ex post. En effet, si on observe a posteriori la fixation à un niveau anormal ou artificiel, alors les conditions sont remplies. Toutefois, l’absence de constatation de ces effets n’est pas en soi de nature à écarter la qualification si l’opération était tout de même « susceptible » de parvenir à un résultat différent. L’appréciation dans ce cas est alors ex ante. Dans le cas de l’activisme short, cette question ne se pose pas réellement puisque les effets peuvent être facilement constatés ex post.

Indifférence de la durée. – La CJUE a pu affirmer, à l’occasion de l’interprétation de la directive Abus de marché, qu’il n’est pas non plus exigé « parmi les éléments constitutifs d’une manipulation de marché, que le cours du ou des instruments financiers en cause conserve pendant une certaine durée un niveau anormal ou artificiel¹³⁷ ». Cette interprétation s’applique vraisemblablement au Règlement MAR dont la formulation ne diffère pas de la directive¹³⁸.

Indifférence de l’intentionnalité. – Le caractère intentionnel ou non de la fixation du cours à un niveau anormal ou artificiel n’a d’ailleurs aucune importance. L’AMF considère en effet qu’il s’agit d’un manquement objectif¹³⁹.

La grande souplesse de ces critères ne permet dès lors pas d’anticiper de manière certaine l’application ou non de ces qualifications au comportement des vendeurs à découvert activistes. Cette application dépend donc de l’appréhension de ce mécanisme et de sa légitimité par l’autorité en charge du contrôle.

C. Le recours à des procédés fictifs ou toute autre forme de tromperie et d’artifice

Définition. – Une dernière forme de manipulation de cours susceptible de s’appliquer à la prise de positions courtes par les fonds activistes est celle recouvrant globalement l’hypothèse de fraude. Il s’agit de tout comportement influençant ou étant susceptible d’influencer le cours d’un instrument financier « en ayant recours à des procédés fictifs ou à toute autre forme de tromperie ou d’artifice¹⁴⁰ ».

¹³⁷ CJUE, 7 juillet 2011 (C-445/09).

¹³⁸ Dominique Schmidt, « Agence de presse et manipulation de marché », BJB janv. 2020, n° 118u7, p. 24.

¹³⁹ François Barrière, « L’artificielle fixation du cours de bourse », BJB sept. 2016, n° 114p1, p. 358.

¹⁴⁰ Article 12 1. b) du Règlement MAR.

Influence sur le cours des instruments financiers. – La démonstration de l’influence de l’opération sur le cours des instruments financiers de l’émetteur ciblé ne pose aucune difficulté. Le caractère sensible de cette influence n’est d’ailleurs pas ici requis. L’AMF peut alors se baser sur la notoriété du vendeur à découvert pour démontrer que la campagne short allait forcément avoir une influence sur le cours. Surtout, cette influence peut être vérifiée a posteriori, à partir des baisses de valeur enregistrées ainsi que de l’augmentation des échanges des titres visés par rapport à une période de référence¹⁴¹.

Procédés fictifs. – Prises individuellement, ni la vente à découvert, ni la diffusion d’un rapport, ne peuvent être réputées constituer des procédés fictifs ou une forme de tromperie ou d’artifice. Néanmoins, leur combinaison peut potentiellement tomber sous le coup de cette qualification. Les indicateurs de MAR¹⁴² font ainsi entrer dans cette catégorie, sans qu’elles soient considérées comme constituant en soi une manipulation de marché, les transactions liées à la diffusion de recommandations d’investissement ou d’informations fausses ou trompeuses¹⁴³.

Recommandation d’investissement et prise de positions courtes. – Afin d’apprécier l’existence de procédés fictifs ou de forme de tromperie, les autorités nationales compétentes prennent en considération « si les ordres sont passés ou les transactions effectuées par des personnes avant ou après que celles-ci, ou des personnes qui leur sont liées, produisent ou diffusent des recommandations d’investissement qui sont fausses, biaisées ou manifestement influencées par un intérêt significatif¹⁴⁴ ».

Or, dans son communiqué relatif à la clôture de l’enquête contre Muddy Waters dans l’affaire Casino, le Collège de l’AMF « considère en effet que les communications de MUDDY WATERS CAPITAL constituent des recommandations d’investissement¹⁴⁵ ». Une telle qualification¹⁴⁶ présente alors un risque amplifié de sanction au titre de la manipulation de cours

¹⁴¹ L’AMF prend par exemple une période de référence de 30 jours. Dans l’affaire Casino, les volumes échangés sur l’action Casino représentaient 7 fois plus que la moyenne des 30 derniers jours, et celle de Rallye 8 fois.

¹⁴² Annexe I du Règlement MAR.

¹⁴³ La direction des enquêtes de l’AMF s’est d’ailleurs fondée sur ces deux indices pour suggérer dans son rapport d’enquête que le fonds Muddy Waters pourrait avoir manipulé le cours des actions Casino.

¹⁴⁴ Annexe I B. b) du Règlement MAR.

¹⁴⁵ Communiqué AMF, « L’Autorité des marchés financiers (AMF) clôture l’enquête ouverte le 12 février 2016 portant sur l’information financière et le marché des titres CASINO et RALLYE et sur les agissements de la société MUDDY WATERS CAPITAL », 17 déc. 2019.

¹⁴⁶ La pertinence de la qualification de recommandation d’investissement sera débattue au sein de la *Partie 2, Section 2*.

des campagnes activistes short. En effet, au-delà des caractères éventuellement faux ou biaisés, il n'apparaît pas difficile pour le régulateur de démontrer le fait que ces communications sont « manifestement influencées par un intérêt significatif ». Le vendeur détenant d'importantes positions courtes sur les titres de l'émetteur, ses communications, aussi vraies soient-elles, sont nécessairement influencées par cet intérêt dont le caractère significatif ne fait pas vraiment de doute. Le processus d'une campagne activiste short semble donc correspondre à la définition donnée par le Règlement Abus de Marché. Il s'agit certes d'un indice, qui ne peut normalement suffire à lui seul à entraîner une qualification en manipulation de marché, mais cela montre bien toute la flexibilité donnée aux autorités nationales et les risques de condamnation qui pèsent sur les activistes short.

Diffusion d'informations fausses ou trompeuses et prise de positions courtes. – L'autorité compétente doit également prendre en considération « si les ordres passés ou les transactions effectuées par des personnes sont précédés ou suivis de la diffusion d'informations fausses ou trompeuses par ces mêmes personnes ou des personnes qui leur sont liées¹⁴⁷ ». La possibilité de sanctionner une telle opération sur le fondement de la manipulation de cours n'a qu'un intérêt relatif puisque la diffusion d'informations fausses ou trompeuses est déjà, de manière indépendante, une manipulation de marché.

Durée de détention des positions courtes. – Afin d'apprécier le caractère fictif, artificiel ou trompeur d'une campagne activiste short, le gendarme boursier peut également s'appuyer, comme indice positif ou négatif, sur la durée de détention des positions courtes par le vendeur à découvert. En effet, plus ce dernier maintiendra ses positions, plus le marché pourra apprécier son intervention et la véracité de ses allégations, et moins son intervention ne sera artificielle, trompeuse ou fictive. Inversement, un débouclage hâtif après la diffusion des informations et la réaction immédiate du marché peut renforcer les soupçons du régulateur.

À côté de ces manipulations de cours, l'activiste short peut également être sanctionné pour avoir manipulé le marché en diffusant des informations fausses ou trompeuses.

II. La manipulation de marché par la diffusion d'informations fausses ou trompeuses

¹⁴⁷ Annexe I B. a) du Règlement MAR.

Pour qualifier la diffusion d'informations par un activiste short de manipulation de marché, deux éléments doivent être démontrés avec plus ou moins de difficultés : le caractère effectivement faux ou trompeur de l'information sensible (A) ainsi que la connaissance par le fonds activiste de ce caractère (B).

A. La diffusion d'une information fausse ou trompeuse

La notion d'information sensible doit être précisée (1), tout comme la manière d'apprécier le caractère faux ou trompeur de cette information¹⁴⁸ (2).

1. La diffusion d'une information sensible

Objet de l'information. – Tandis que l'article 12 paragraphe 1 c) de MAR vise les informations donnant des indications qui concernent « l'offre, la demande ou le cours d'un instrument financier », l'article L465-3-2 du Code monétaire et financier englobe aussi les éléments liés à « la situation ou les perspectives d'un émetteur ». Si cette différence pose légitimement la question de la conformité de cette disposition interne au règlement européen, elle n'a pour autant pas réellement d'impact concernant les communications des activistes short. En effet, les informations publiées ont pour objectif de démontrer la surévaluation des titres de la cible. Elles donnent dès lors nécessairement, par définition, des indications sur le cours des instruments financiers de la société.

Moyen de diffusion. – La disposition vise la diffusion d'informations « que ce soit par l'intermédiaire des médias, dont l'internet, ou par tout autre moyen ». Qu'il s'agisse donc de la publication sur le site interne du vendeur à découvert, d'un tweet, d'un article dans un journal ou d'un passage à la télévision, cette diffusion entre dans le champ d'application de la prohibition.

Sensibilité de l'information. – La démonstration du caractère sensible de l'information ne pose là non plus pas de difficultés. De même que pour l'information privilégiée, l'information doit être sensible au moment de sa diffusion, et les effets ex post peuvent être utilisés

¹⁴⁸ L'article vise plus précisément la diffusion d'informations susceptibles de donner des indications fausses ou trompeuses, mais cela revient à apprécier le caractère faux ou trompeur de l'information.

uniquement pour confirmer ou infirmer la présomption et non comme démonstration à part entière. Tel que vu précédemment, l'information sensible est celle « qu'un investisseur raisonnable utiliserait comme fondement de ses décisions d'investissement¹⁴⁹ ». Parmi les éléments communiqués par les short sellers, la quasi-intégralité est sans doute de nature à être considérée comme sensible, ces informations étant elles-mêmes utilisées comme fondement de la décision de vendre à découvert.

Ces éléments ne posent donc aucune difficulté de preuve pour l'autorité de contrôle mais encore faut-il démontrer le caractère faux ou trompeur de l'information.

2. L'analyse du caractère faux ou trompeur de l'information

Caractère faux. – L'appréciation du caractère faux d'une information ne pose pas de difficulté lorsqu'il s'agit d'une déclaration de faits dont la matérialité peut être démontrée.

Caractère trompeur. – En revanche, l'appréciation du caractère « trompeur » d'une information est plus délicate. Une information trompeuse peut être définie comme « une information qui, à partir d'éléments factuels exacts, est présentée de telle manière à détourner ceux-ci pour n'en retenir qu'une appréciation différente de ce que suggèrent ces éléments factuels¹⁵⁰ ». Par exemple, la présentation d'une partie seulement d'une information, certes vraie, peut être trompeuse¹⁵¹.

Fixation du cours à un niveau anormal ou artificiel. – Cette disposition vise également comme effet la fixation du cours à un niveau anormal ou artificiel. L'appréciation de cette notion ne diffère pas de la manipulation de cours qui y est consacré et ne mérite donc pas une attention particulière ici.

Hypothèse de recours aux médias. – Le Règlement MAR répute également comme une manipulation de marché, sans doute pour la diffusion d'indications trompeuses¹⁵², « le fait de

¹⁴⁹ Cette définition de l'information sensible est certes donnée dans le cadre de la définition de l'information privilégiée mais aucun argument ne semble s'opposer à sa transposition aux autres dispositions recourant à cette notion.

¹⁵⁰ Hubert de Vauplane, « L'activisme des short selling funds », RTDF n° 2/3-2018, Octobre 2018.

¹⁵¹ AMF, Déc. 24 mai 2007.

¹⁵² A. Couret et autres, Droit financier, *op. cit.*

tirer parti d'un accès occasionnel ou régulier aux médias traditionnels ou électroniques en émettant un avis sur un instrument financier (...) après avoir pris des positions sur cet instrument financier (...) et de profiter par la suite de l'impact dudit avis sur le cours de cet instrument (...) sans avoir simultanément rendu public, de manière appropriée et efficace, ce conflit d'intérêts¹⁵³ » Or, au moment de la publication d'informations, notamment si cela se fait à travers des médias traditionnels, l'activiste short dévoile ses positions courtes, ou du moins sa position de vendeur à découvert si aucun franchissement de seuil n'a eu lieu. Cette hypothèse ne semble donc pas applicable aux campagnes activistes short mais fournit un exemple d'un comportement qui serait considéré comme trompeur.

En outre, la connaissance du caractère faux ou trompeur doit être démontrée.

B. La démonstration de l'élément intentionnel

Principe. – Le Règlement Abus de Marché sanctionne la personne qui « savait ou aurait dû savoir que ces informations étaient fausses ou trompeuses ». Qu'il s'agisse donc du délit ou du manquement, l'élément intentionnel doit être démontré.

Appréciation souple. – Cet élément intentionnel fait néanmoins l'objet d'une appréciation souple concernant le manquement administratif. En effet, l'article 12 prévoit lui-même l'hypothèse de négligence, dans laquelle la personne « aurait dû savoir » et que son absence de connaissance est due à la violation d'un devoir de diligence. Ainsi, dans une récente décision, la Commission des sanctions de l'AMF a condamné la société Bloomberg pour la diffusion d'un faux communiqué d'une société cotée en montrant que celle-ci n'avait pas procédé à des vérifications préalables et aurait donc dû savoir – si elle l'avait fait – que le communiqué était faux¹⁵⁴.

En cas de diffusions d'informations qui se trouvent finalement être fausses, l'activiste short peut donc montrer qu'il a mis en œuvre des diligences nécessaires pour vérifier la véracité de l'information.

¹⁵³ Article 12 2. d) du Règlement MAR.

¹⁵⁴ AMF, décision n° 18 du 11 déc. 2019, SAN-2019-17.

Conclusions sur l'application de la manipulation de marché. – Cette étude a ainsi permis de montrer que le caractère extensif et la multitude des définitions caractérisant le manquement de manipulation de marché font peser un risque important sur tout participant du marché et plus spécialement pour les activistes short.

L'article 13 du Règlement Abus de Marché prévoit certes que les comportements ayant une raison légitime et correspondant à une pratique de marché admise échappent à une sanction, mais aucune de ces pratiques définies par l'AMF ne semble correspondre au comportement des fonds vendeurs à découvert.

Conclusions de la première partie. – L'étude de l'application des abus de marché à la pratique de l'activisme short ne permet donc de conclure définitivement ni de manière positive, ni de manière négative, sur les probabilités de sanctions des comportements des fonds vendeurs à découvert. Finalement, la seule certitude est que ces manquements représentent un risque non négligeable – et donc un coût – pour les activistes short.

La position actuelle des autorités de contrôle vis-à-vis de l'activisme en bourse est de limiter les excès de ces pratiques¹⁵⁵. Il n'est néanmoins pas encore possible de distinguer ce qui est considéré par les autorités nationales comme un excès ou non, surtout en matière d'activisme short. L'incertitude est donc encore totale, ce qui justifie de mener une étude sur la régulation idéale de l'activisme short en droit prospectif.

*

¹⁵⁵ Communiqué AMF, 28 avr. 2020, *op. cit.*, « Pour le régulateur, la problématique n'est donc pas d'empêcher l'activisme mais d'en fixer les limites et de se donner la capacité à en maîtriser les excès. »

Partie 2 : Les perspectives de régulation de l'activisme short à travers les abus de marché

En l'absence de conclusions définitives en droit positif sur la manière dont les abus de marché s'appliquent à l'activisme short, les réflexions doivent permettre de dessiner les contours du droit prospectif en la matière. La question principale est alors celle de la nécessité ou non de restreindre le champ étendu de ces manquements boursiers s'agissant de la pratique des fonds vendeurs à découvert. La réponse à cette question peut alternativement appeler une intervention « législative » – nécessairement européenne – ou guider les futures décisions de l'autorité boursière et des juges du fond. Elle nécessite de prendre en compte les intérêts de l'ensemble des protagonistes ainsi que l'enjeu d'efficience des marchés et de la régulation.

Suivant le mode opératoire des fonds activistes vendeurs à découvert, les abus de marché peuvent encadrer d'une part, la prise de positions courtes par les fonds (**Section 1**) et d'autre part, la diffusion d'informations par ces derniers (**Section 2**).

Section 1 : La régulation de la prise de positions courtes

Qu'elle se fasse par interprétation jurisprudentielle ou par intervention législative, la régulation de la prise de positions courtes par les fonds activistes à travers les abus de marché passe nécessairement par deux analyses. La première, objective, est celle des abus de marché eux-mêmes, ici l'opération d'initié et la manipulation de cours, et de leurs définitions (**I**). La seconde relève de l'appréciation de la vente à découvert, dont le procès est une étape incontournable pour toute réforme ou décision (**II**).

I. L'analyse objective des abus de marché

La question qui se pose ici est celle d'une éventuelle redéfinition des abus de marché potentiellement applicables à la prise de position courtes. L'analyse objective permet de conclure à la nécessité d'une restriction de l'opération d'initié (**A**) mais les conclusions sont différentes pour la manipulation de cours (**B**).

A. La nécessaire restriction de l'opération d'initié

En la matière, l'approche juridique (1) doit être complétée par une approche économique à travers le prisme de l'efficacité des marchés (2). Ces deux perspectives permettent de conclure à la nécessité de restreindre le champ de ce manquement boursier.

1. Une restriction motivée par l'approche juridique

La restriction de la définition de l'opération d'initié est motivée par les enjeux de sécurité juridique (a) et confortée par l'absence de préjudice apparent causé par ces opérations aux participants du marché concernés (b).

a. Les enjeux de sécurité juridique

Insécurité juridique. – L'imprécision des définitions de l'opération d'initié fournies par le Règlement MAR ainsi que l'interprétation qui en est faite par l'AMF font peser une insécurité juridique non seulement sur les vendeurs à découvert mais également sur l'ensemble des acteurs des marchés financiers, à commencer par les émetteurs¹⁵⁶. À ce titre, le rapport du Club des juristes appelle également à garantir une plus grande sécurité juridique concernant les abus de marché dans le cadre de la révision en cours du Règlement Abus de Marché¹⁵⁷.

Imprécision des définitions. – Tel qu'illustré dans l'étude de l'application de l'opération d'initié aux campagnes activistes short, la définition de ce manquement souffre d'imprécisions tant au niveau de la définition des informations privilégiées¹⁵⁸ que des comportements sanctionnés. Le caractère extensif pour le premier, et la marge de manœuvre laissée aux autorités nationales pour le second, diminuent la prévisibilité d'une éventuelle sanction pour les acteurs des marchés financiers.

Méthode du faisceau d'indice. – Cette insécurité juridique est renforcée par les méthodes probatoires utilisées par les autorités en charge du contrôle. En l'absence de preuve matérielle

¹⁵⁶ Alain Pietrancosta, "Brief Remarks on the Necessary Clarification of Market Abuse Prohibitions in Times of Shareholder Activism", *op. cit.*

¹⁵⁷ Rapport du Club des juristes sur l'activisme actionnarial, *op. cit.*

¹⁵⁸ Pourtant, le Règlement Abus de Marché affirme lui-même, en son considérant 18, que « La sécurité juridique devrait être renforcée pour les participants au marché grâce à une définition plus fine de deux des éléments essentiels de la définition de l'information privilégiée, à savoir le caractère précis de cette information et l'importance de son impact potentiel sur les cours des instruments financiers ».

directe de la détention d'une information privilégiée par un investisseur, l'AMF peut recourir à la méthode du faisceau d'indice pour démontrer sa qualité d'initié¹⁵⁹. Pour cela, les indices doivent être non seulement précis et concordants mais également pluriels. En effet, un seul indice n'est pas suffisant pour faire cette démonstration¹⁶⁰. Malgré ces critères, cette possibilité contribue à fragiliser davantage la situation des acteurs financiers en affaiblissement les éléments constitutifs de l'infraction¹⁶¹.

Aspect répressif. – Ce caractère aussi extensif de l'opération d'initié est d'autant plus dangereux qu'il s'agit d'un manquement boursier, donc d'une réglementation à caractère répressive, avec également un versant pénal. Le montant des sanctions des abus de marché peut ainsi aller jusqu'à 100 millions d'euros ou au décuple du montant de l'avantage retiré¹⁶². Le principe de légalité des délits et des peines devrait donc exiger une plus grande précision de ce manquement, même administratif¹⁶³.

Une telle flexibilité et un tel arsenal répressif laissés aux autorités de contrôle auraient pu se justifier si de graves préjudices découlaient de la réalisation d'une opération d'initié. Mais force est de constater que cela est loin d'être le cas.

b. L'absence de réel préjudice

Crime sans victime. – Bien que la répression de l'opération d'initié ne cesse d'être renforcée, l'identification d'une véritable victime lors de la réalisation de ces infractions reste une tâche laborieuse. Le manquement d'initié est-il un « crime sans victime » ?

Préjudice des investisseurs. – Les arguments en faveur de la reconnaissance d'un préjudice subi par les investisseurs consistent à dire que si l'investisseur avait eu connaissance de l'information détenue par l'initié, il n'aurait pas réalisé l'opération ou l'aurait réalisé à de meilleures conditions. Cette vision peut sembler toutefois erronée. En effet, l'ordre de mouvement de l'investisseur, à l'achat ou à la vente, a été donné indépendamment de toute

¹⁵⁹ A. Couret et autres, *Droit financier*, *op. cit.*

¹⁶⁰ D. Martin, E. Dezeuze, F. Bouaziz, *Les Abus de marché*, Lexis Nexis, 2013.

¹⁶¹ Dominique Bompont, « Reste-t-il des éléments constitutifs au manquement d'initié ? », *BJB* déc. 2008, n° JBB-2008-059, p. 47.

¹⁶² Art. L621-15 III) du Code monétaire et financier.

¹⁶³ Alain Pietrancosta, "Brief Remarks on the Necessary Clarification of Market Abuse Prohibitions in Times of Shareholder Activism", *op. cit.*

considération vis-à-vis de l'identité du vendeur ou de l'acheteur. Dès lors, le fait qu'un initié se trouve à l'autre bout de la transaction n'est qu'un pur hasard¹⁶⁴.

Préjudice de l'émetteur. – L'existence d'un préjudice subi par l'émetteur des titres sur lesquelles portent l'information privilégiée n'est pas non plus évidente. Aucun argument pertinent ne semble se dégager sur ce point.

L'absence de réel préjudice provoqué par une opération d'initié rend donc l'insécurité juridique pesant sur les acteurs des marchés financiers du fait de la définition extensive de ce manquement encore moins acceptable. Ce caractère si extensif ne semble pourtant pas non plus approuvé par l'approche économique.

2. Une restriction confirmée par l'approche économique

Au sein des auteurs de l'analyse économique du droit, le débat autour de la (dé)régulation ou non de l'opération d'initié n'a finalement jamais été définitivement tranché¹⁶⁵. Après avoir rejeté la thèse de la dérégulation totale portée par une partie de la doctrine **(a)**, on soutiendra l'idée d'une dérégulation partielle **(b)**.

a. Le rejet de la thèse d'une dérégulation totale

La thèse de la dérégulation. – Aussi bien la réglementation américaine qu'européenne ont définitivement écarté l'hypothèse d'une dérégulation totale de l'opération d'initié dans les marchés financiers modernes. Néanmoins, l'étude des différents arguments en faveur de cette thèse reste pertinente et permettra de comprendre par la suite la nécessité d'une dérégulation partielle.

L'opération d'initié comme mécanisme de rémunération. – On retrouve sans doute la plus fervente défense de la thèse de la dérégulation de l'opération d'initié dans les écrits du professeur Henry Manne¹⁶⁶. Celui-ci soutient notamment que l'opération est une manière efficiente de récompenser les managers pour l'innovation qu'ils ont apportée à la société.

¹⁶⁴ James D. Cox, *Insider Trading and Contracting: A Critical Response to the "Chicago School"*, 1986, *Duke Law Journal* 628-659 (1986)

¹⁶⁵ Stephen M. Bainbridge, *The Law and Economics of Insider Trading 2.0*, 2019.

¹⁶⁶ Henry G. Manne, *Insider Trading and the Stock Market*, Free Press, 1966.

Plusieurs contre-arguments s'y opposent toutefois. Premièrement, la valeur de la compensation serait donc liée au nombre d'actions détenus par le manager et non la valeur de sa contribution¹⁶⁷. Ensuite, l'argument offre une justification à l'opération d'initié pour ceux qui ont produit l'information mais il ne s'applique pas aux autres détenteurs d'une information privilégiée¹⁶⁸. De même, l'opération d'initié est ici justifiée pour les informations qui produisent de la valeur mais pas pour les mauvaises nouvelles¹⁶⁹.

L'opération d'initié dans la formation des prix. – Un autre argument de la dérégulation de l'opération d'initié est celui de sa contribution à la formation des prix¹⁷⁰. Il a été ainsi affirmé que l'initié qui effectue une opération permet au prix de se rapprocher de son bon niveau puisque le marché intègre l'information de cette opération. La possibilité d'effectuer cette opération est dès lors une motivation pour l'initié et agit comme substitut à une obligation de divulgation des informations privilégiées. Néanmoins, en présence d'une telle obligation, l'intérêt de cet argument est limité.

Contestation des arguments de la régulation. – Le principe dans notre société étant la liberté, c'est normalement à ceux qui soutiennent la prohibition de l'opération d'initié de démontrer la nécessité d'une telle interdiction. Les principaux arguments en faveur de la dérégulation consistent donc à rejeter ceux de la régulation.

L'un des arguments avancés par certains auteurs en faveur de la prohibition de l'opération d'initié est de dire que celle-ci nuit à la confiance du public dans les marchés financiers. Néanmoins, cette thèse n'est pas crédible en l'absence de réel préjudice subi par les investisseurs¹⁷¹. Un investisseur ne réduirait pas sa confiance dans les marchés s'il ne se sent pas lésé.

Rejet de la dérégulation totale. – Plusieurs arguments amènent toutefois à rejeter l'idée de la dérégulation totale. L'avantage perçu par des personnes qui bénéficient d'une information privilégiée peut effectivement paraître injuste et réduire la confiance des autres investisseurs au

¹⁶⁷ Robert Prentice, Dain Donelson, "Insider Trading as a Signaling Device," 47 *American Business Law Journal* 1 (2010)

¹⁶⁸ Stephen M. Bainbridge, *The Law and Economics of Insider Trading 2.0*, *op. cit.*

¹⁶⁹ *Ibid.*

¹⁷⁰ Henry Manne, *Insider Trading and the Stock Market*, *op. cit.*

¹⁷¹ John Anderson, *Insider Trading and the Myth of Market Confidence*, 56 *WASH. U. J. L. & POL'Y* 001 (2018)

moment de réaliser des opérations sur le marché. Les arguments en faveur de la dérégulation ne semblent pas convaincre des bienfaits de l'opération d'initié par rapport à ce risque. Surtout, même si les arguments de la régulation ne sont pas non plus entièrement convaincants, une position pragmatique amène à admettre qu'il est très peu vraisemblable qu'une telle voie soit envisagée dans un avenir plus ou moins proche. Tout d'abord, l'ensemble des législations modernes ont pris la voie de la régulation. Ensuite, cela représente un enjeu de pouvoir important pour les autorités de régulation¹⁷².

Si la dérégulation ne peut être totale, elle doit au moins être partielle.

b. Le soutien d'une dérégulation partielle

La vision européenne. – Tel que montré précédemment, l'appréhension européenne de l'opération d'initié tend à sanctionner toute utilisation, par quiconque, d'une information privilégiée. Cette vision se fonde sur une vision égalitaire des marchés financiers et plus particulièrement de l'accès à l'information¹⁷³. L'objectif de la prohibition européenne des opérations d'initié est donc de lutter contre l'asymétrie d'information et de restaurer – ou instaurer – l'égalité entre tous les participants du marché. Le considérant 23 du Règlement Abus de Marché affirme ainsi que « la caractéristique essentielle des opérations d'initiés réside dans l'avantage injuste tiré d'informations privilégiées au détriment de tiers qui n'en ont pas connaissance, ce qui a pour conséquence de nuire à l'intégrité des marchés financiers et à la confiance des investisseurs ». Cette conception de l'opération d'initié peut se voir adresser plusieurs critiques.

Remise en cause de l'argument moral. – La détention par tout investisseur d'une information privilégiée est-elle réellement un « avantage injuste » ? Dans le cas d'initiés primaires ou de personnes qui ont accès à ces informations uniquement par leur fonction (ex. un avocat ou un banquier de l'émetteur), la réponse à cette question tend logiquement à être positive. En effet, ces catégories de personnes ne bénéficient de l'information qu'en raison de leur statut et sans avoir engagé le moindre effort pour cela. En revanche, pour obtenir cette même information, l'initié tertiaire, qui n'a aucun lien direct avec l'émetteur, a dû engendrer des coûts d'acquisition

¹⁷² Michael Dooley, "Enforcement of Insider Trading Restrictions," 66 Virginia Law Review 1-89 (1980)

¹⁷³ Marco Ventoruzzo, Comparing Insider Trading in the United States and in the European Union: History and Recent Developments, MPILux Working Paper 5 (2014)

de l'information supérieurs à ceux des autres participants du marché. L'avantage ne peut donc être injuste et les gains réalisés à travers l'opération peuvent être considérés comme une pour les efforts fournis.

Quant à l'argument de la confiance du public, sa fragilité a déjà été révélée et il ne semble pas raisonnable de fonder une si grande prohibition sur un postulat non démontré.

Rejet du devoir général d'abstention. – Le devoir général d'abstention est dès lors construit sur une base erronée et fragile, ce qui remet en cause sa légitimité. Sans fondement convaincant, un tel devoir est nuisible pour le marché puisqu'elle réduit le nombre d'opérations et donc la liquidité des titres. Elle réduit également l'intérêt de certains acteurs d'engendrer des coûts d'acquisition de l'information – sans possibilité de compenser ces coûts par le profit de l'opération – et porte atteinte à l'efficacité informationnelle, cette information ne parvenant finalement pas au marché.

Rejet de l'auto-initiation. – À l'éventuelle exception de certains cas particuliers assimilables à l'exploitation abusive d'une position dominante¹⁷⁴, la sanction de l'auto-initiation doit également être définitivement rejeté.

En matière d'activisme short, l'application de l'auto-initiation reviendrait à interdire au vendeur à découvert de prendre des positions courtes avant la publication de son rapport.

Cette remise en cause objective des définitions des abus de marché n'aboutit toutefois pas aux mêmes conclusions concernant la manipulation de cours.

B. Le maintien de la définition de la manipulation de cours

Concernant la manipulation de cours, l'approche juridique est plus contrastée (1) et l'approche économique permet de conclure à l'importance du maintien d'une définition large (2).

¹⁷⁴ Stefano Lombardo, Some Reflections on the Self-insider and the Market Abuse Regulation – The Self-insider as a Monopoly-Square Insider, (2020), European Corporate Governance Institute, Law Working Paper No. 512/2020139.

1. Une approche juridique contrastée

Si les problèmes liés à la sécurité juridique sont identiques en matière de manipulation de cours (a), le préjudice est, à l'inverse de l'opération d'initié, bien apparent (b).

a. Un enjeu de sécurité juridique inchangé

Imprécision des définitions. – Les arguments sur l'imprécision de la définition de l'opération d'initié sont transposables au manquement de manipulation de cours. L'absence de prévisibilité pour les participants du marché est même plus flagrante en raison de la multitude de définitions offertes par l'article 12 de MAR. D'autant plus que ces catégories, qui tendent à se chevaucher, sont accompagnées d'exemples dont on ne sait pas non plus à quelle définition il convient de les rattacher. Il faut ajouter à cela la possibilité pour une autorité nationale d'instaurer des pratiques de marché admises ainsi que de recourir aux indicateurs, non exhaustifs, en annexe du Règlement. L'ensemble donne un puissant arsenal répressif mais qui ne garantit que difficilement une sécurité juridique.

Montant des sanctions. – De même que pour l'opération d'initié, le manquement de manipulation de cours peut donner lieu à des sanctions record. La dernière en date est l'amende de 20 millions d'euros infligée à Morgan Stanley pour avoir manipulé le cours d'obligations souveraines et d'un contrat à terme¹⁷⁵.

Nombre restreint de décisions. – Il convient de tempérer tout de même ces observations en soulignant le nombre restreint de sanctions prononcées sur le fondement de la manipulation de cours durant ces dernières années¹⁷⁶. L'AMF semble donc recourir à son pouvoir de manière prudente. Toutefois, cette prudence générale, si elle existe, ne rend pas pour autant moins problématique l'absence de prévisibilité pour les acteurs du marché.

Le caractère extensif des définitions peut néanmoins être justifié par l'existence d'un véritable et grave préjudice créé par la manipulation de cours.

b. L'existence d'un véritable préjudice

¹⁷⁵ AMF, décision 4 déc. 2019, SAN-2019-16.

¹⁷⁶ AMF, Rapport annuel 2019.

Victimes et préjudices. – Contrairement à l’opération d’initié, les victimes d’une manipulation de cours sont clairement identifiables et leur préjudice subi est difficilement contestable. Ces victimes sont non seulement les investisseurs mais également les émetteurs.

Préjudice des investisseurs. – Lorsqu’une manipulation de cours est commise, les investisseurs affectés fondent leurs décisions d’investissement sur « des informations incorrectes ou déformées¹⁷⁷ ».

Préjudice des émetteurs. – « Il sème le doute sur les informations disponibles qui les concernent. Un manque de confiance de la part du marché peut à son tour mettre en péril la capacité d’un émetteur à émettre de nouveaux instruments financiers ou à obtenir un crédit auprès d’autres participants au marché afin de financer ses opérations.¹⁷⁸ »

L’existence d’un véritable préjudice subi par les participants du marché en cas de manipulation de cours tempèrent donc l’insécurité juridique qui pèse sur ces mêmes participants. L’approche économique rejoint également ces conclusions.

2. Une approche économique défavorable à la restriction

Manipulations de cours et efficacité des marchés. – Contrairement à l’opération d’initié, dont les effets sur l’efficacité des marchés sont encore débattus, la manipulation de cours ne laisse place à aucune contestation sur ses effets néfastes pour l’efficacité des marchés financiers¹⁷⁹.

Manipulations de cours et confiance du public. – En présence de graves préjudices subis par les investisseurs, la confiance du public est forcément affectée de manière négative. Plus un marché subit de manipulations, plus les investisseurs sont lésés et moins ces derniers ont confiance en ce même marché. L’objectif de protection de la confiance du public poursuivi par MAR justifie donc de consacrer un arsenal répressif important à la lutte contre cette forme d’abus de marché.

¹⁷⁷ Considérant 47 du Règlement MAR.

¹⁷⁸ *Ibid.*

¹⁷⁹ Emiliós Avgouleas, *The Mechanics and Regulation of Market Abuse*, *op. cit.*

Manipulations de cours et bulles financières. – De manière peut-être encore plus grave et avec des répercussions systémiques, les manipulations de marché peuvent contribuer à la création et à l'aggravation des bulles financières.

Évolution des pratiques. – La définition flexible des manipulations de cours est justifiée par l'évolution constante des pratiques frauduleuses utilisés pour tromper les investisseurs. Une autorité boursière enfermée dans une définition trop rigide n'aurait donc pas les moyens de lutter efficacement contre ces pratiques. Une régulation ex post de ces pratiques s'avère donc plus efficace qu'une régulation ex ante trop précise.

La question de la restriction ou non de l'application du manquement de manipulation de cours à l'activisme short doit nécessairement passer par le procès même de la vente à découvert.

II. Le procès de la vente à découvert

Pour répondre définitivement à la question de l'appréhension de la prise de positions courtes par les manquements boursiers, le procès de la vente à découvert doit mettre en balance les vertus de cette dernière pour le marché financier (**A**) avec ses effets à court-terme et long-terme – annoncés comme néfastes – pour sa cible (**B**).

A. Les vertus de la vente à découvert pour le marché

Une importante littérature met en avant les vertus de la vente à découvert et sa contribution à l'efficience des marchés. Elle est tout d'abord utilisée par les investisseurs traditionnels ou autres acteurs de l'économie comme mécanisme de couverture et favorise la liquidité du marché. Pour ce qui nous concerne, la vente à découvert dans le cadre de l'activisme short contribue à la bonne formation des prix (**1**) et joue un rôle unique dans la détection des fraudes (**2**).

1. La vente à découvert dans la bonne formation des prix

Bonne formation des prix. – La vente à découvert participe au processus de formation des prix des titres financiers et contribue à son bon fonctionnement. Plus précisément, elle empêche

une surévaluation de certains titres. Il a été en effet démontré qu'inversement, l'augmentation des contraintes sur la vente à découvert encouragent la surévaluation¹⁸⁰.

Or, telle qu'illustré précédemment, la formation correcte des prix est essentielle pour l'allocation optimale des ressources.

2. La vente à découvert dans la détection des fraudes

Le rôle de la vente à découvert et de certains fonds activistes dans la détection des fraudes peut désormais difficilement être remis en cause **(a)**. La véritable question est alors celle de la singularité du rôle joué par ces fonds, en comparaison avec d'autres acteurs et mécanismes censés lutter efficacement contre les fraudes **(b)**.

a. Un rôle certain dans la détection des fraudes

Détectives financiers. – Dans le même esprit que les propos de Jim Chanos précédemment cités, le fonds Muddy Waters a mis en avant l'importance de la vente à découvert dans la détection et la lutte contre les fraudes dans sa réponse au rapport parlementaire¹⁸¹.

Les données exploitées par B. Bliss, P. Molk et F. Partnoy¹⁸² sur 825 campagnes activistes short entre 2009 et 2016 révèlent les différents griefs spécifiques adressés aux sociétés ciblées. Ceux-ci peuvent être classés en catégorie : ceux avec une approche rétrospective, dénonçant les pratiques de la société (fraude générale liée à l'activité, comptabilité trompeuse ou frauduleuse, inefficacité du produit, surendettement etc.), et ceux qui ont une approche prospective (surévaluation, baisse de revenus à venir, baisse de dividendes à venir etc.). On remarque dès lors que plus de 30% des campagnes activistes visent à dénoncer – à tort ou à raison – des pratiques frauduleuses effectuées par un émetteur.

¹⁸⁰ Owen A. Lamont, Short Sale Constraints and Overpricing.

¹⁸¹ Muddy Waters, "Muddy Waters Capital LLC's observations on the parliamentary mission report on activism submitted by the Finance, General Economy Control Commission of the French Parliament", 3 déc. 2019.

¹⁸² Barbara A. Bliss, Peter Molk, Frank Partnoy, Negative Activism (2019), *op. cit.*

Efficacité. – Des études empiriques sont venues confirmer l’efficacité des vendeurs à découvert dans la lutte contre les fraudes financières¹⁸³. Ce rôle s’illustre à travers deux axes.

Premièrement, les vendeurs à découvert aident à détecter les fraudes de manière ex post. Les campagnes activistes short ont ainsi permis d’identifier de nombreuses fraudes, notamment au niveau des sociétés chinoises listées aux Etats-Unis. La dernière en date, que le Nasdaq veut désormais retirer de la cotation, est la société Luckin Coffee¹⁸⁴.

Ensuite, les shorts sellers tendent également à prévenir les fraudes de manière ex ante. En effet, face à la présence même des vendeurs à découvert sur le marché, les émetteurs tendent à réduire les pratiques comptables de nature à présenter une vision excessivement positive des états financiers de l’entreprise¹⁸⁵. La vente à découvert exerce donc ici un rôle préventif.

b. Un rôle singulier dans la détection des fraudes

Inefficacité des autres acteurs. – L’importance et la légitimité des fonds vendeurs à découvert dans la lutte contre les fraudes sont renforcés par l’incapacité des acteurs normalement chargés de ce rôle à l’exercer de manière pleinement efficace. Ces barrières sont en principe les auditeurs, les analystes financiers, l’autorité financière et les lanceurs d’alerte.

Échec des auditeurs et des analystes financiers – Les auditeurs financiers ont pour mission de contrôler la sincérité, la régularité et la fidélité des comptes annuels des émetteurs¹⁸⁶. Ils devraient dès lors naturellement constituer une barrière importante à la commission de fraudes par les sociétés à travers la manipulation de leurs états financiers. Malheureusement, de nombreuses affaires ont montré les sérieuses lacunes dans le contrôle exercé par les auditeurs. L’affaire la plus tristement célèbre est sans doute celle d’Enron et l’échec du cabinet d’audit Arthur Andersen¹⁸⁷. Dans l’affaire Wirecard, la somme de 1,9 milliard d’euros est introuvable

¹⁸³ Jonathan M. Karpoff, Lou Xiaoxia, Short Sellers and Financial Misconduct (2010), *The Journal of Finance*, 65(5), 1879- 1913.

¹⁸⁴ Frédéric Schaeffer, « Fin de l’aventure américaine pour le Chinois Luckin Coffee », *Les Echos*, 20 juin 2020, <https://www.lesechos.fr/finance-marches/marches-financiers/fin-de-laventure-americaine-pour-luckin-coffee-1219283>

¹⁸⁵ Vivian W. Fang, Allen Huang, Jonathan M. Karpoff, Short Selling and Earnings Management: A Controlled Experiment, *Journal of Finance*, Vol 71, No. 3 (Juin 2016), pp. 1251-1294.

¹⁸⁶ Stéphanie Thiery-Dubuisson, « IV. Le contrôle des comptes : l’audit « final » », *L’audit*. La Découverte, 2009, pp. 71-92.

¹⁸⁷ Documentaire « Enron : The Smartest Guys in the Room » (2005) réalisé par Alex Gibney.

alors que les comptes ont été certifiés par un autre membre du Big Four de l'audit, EY¹⁸⁸. Dans ces deux affaires, les short sellers ont joué un rôle crucial dans la révélation des pratiques frauduleuses¹⁸⁹.

De même, les analystes financiers ne contribuent pas à la détection des fraudes. Il arrive très souvent que durant les campagnes activistes short, les rapports d'analystes continuent de recommander les titres de la cible à l'achat.

Insuffisances du régime des lanceurs d'alerte. – Dans la conception française, le lanceur d'alerte, en bon samaritain, ne peut dégager de profit financier. L'article 6 de la loi Sapin 2 définit ainsi le lanceur d'alerte comme une personne physique agissant « de manière désintéressée et de bonne foi¹⁹⁰ ». Aux Etats-Unis, la SEC adopte une approche opposée et augmente même le montant des récompenses attribuées aux *whistleblowers*. En application de la section 922 du Dodd-Frank Act de 2011, ces récompenses peuvent se situer entre 10% et 30% des sommes collectées par l'autorité américaine à travers la sanction de la société fautive lorsque celle-ci dépasse le million de dollars¹⁹¹. Le dernier record a été une récompense de 50 millions de dollars¹⁹².

La simple protection juridique (et salariale) du lanceur d'alerte telle que promue par la vision française ne semble pas suffisante pour fournir un moyen efficace pour lutter contre les fraudes. En effet, le whistleblower français souffre cruellement de motivations, financières, pour agir.

Limites de l'AMF. – L'Autorité des Marchés Financiers est évidemment l'institution la plus légitime pour lutter contre les mauvaises pratiques des sociétés cotées. Son efficacité dans cette lutte est néanmoins relative, en raison tout d'abord des moyens dont elle dispose. La question

¹⁸⁸ AGEFI, « Scandale Wirecard: l'auditeur Ernst & Young dans le collimateur », <https://www.agefi.com/home/entreprises/detail/edition/online/article/ernst--young-ey-charge-de-verifier-les-comptes-de-la-societe-allemande-wirecard-accumule-desormais-les-poursuites-497533.html>

¹⁸⁹ Nessim Ait-Kacimi, « Les vendeurs à découvert profitent de la débâcle boursière de Wirecard », Les Echos, 23 juin 2020, <https://www.lesechos.fr/finance-marches/marches-financiers/les-vendeurs-a-decouvert-profitent-de-la-debacle-boursiere-de-wirecard-1217712>

¹⁹⁰ LOI n° 2016-1691 du 9 décembre 2016 relative à la transparence, à la lutte contre la corruption et à la modernisation de la vie économique

¹⁹¹ Communiqué de presse de la SEC, « SEC Awards More Than \$54 Million to Two Whistleblowers », 6 sept. 2019, <https://www.sec.gov/news/press-release/2018-179>

¹⁹² Communiqué de presse de la SEC, « SEC Awards Record Payout of Nearly \$50 Million to Whistleblower », 4 juin 2020, <https://www.sec.gov/news/press-release/2020-126>

des coûts est également essentielle. Le coût de l'information est trop important pour être supporté par l'autorité boursière pour autant d'émetteurs.

Particularités des short sellers. – La vente à découvert et les perspectives de profit qui en découlent représentent pour les activistes short la motivation financière qui fait défaut pour les autres acteurs. Sans celle-ci, ces acteurs sophistiqués n'auraient aucun intérêt, autre que moral, de traquer les pratiques frauduleuses sur les marchés. Ils n'auraient pas non plus les moyens de compenser les coûts d'acquisition de l'information.

L'acceptation du rôle des vendeurs à découvert permet de faire peser sur eux le coût de l'acquisition des informations, et d'utiliser ensuite leurs trouvailles pour ouvrir les enquêtes et les procédures nécessaires.

Ces avantages apportés par la vente à découvert au marché doivent être mis en balance avec les potentiels effets néfastes sur les cibles.

B. Les effets de la vente à découvert sur la cible

Après avoir apprécié ses vertus, il est nécessaire d'analyser les effets à court-terme (1) et long-terme (2) de la vente à découvert sur les sociétés cibles afin de déceler les éventuelles conséquences négatives de ce mécanisme et dresser un bilan.

1. Les effets à court-terme de la vente à découvert

Effets immédiats négatifs. – Les effets à court-terme de la vente à découvert semblent a priori néfastes pour la cible¹⁹³. Le cours de l'action de la société réagit généralement en chutant de manière conséquente en seulement quelques heures.

Lien de causalité. – Il convient néanmoins d'essayer de distinguer la part due uniquement à l'annonce des positions courtes, et celle des conséquences des informations qui découlent de cette prise de position. En effet, la chute du cours de l'action pourrait être due à la nature des

¹⁹³ Yu Ting Forester Wong, Wuyang Zhao, Post-Apocalyptic: The Real Consequences of Activist Short-Selling (2017), Marshall School of Business Working Paper No. 17-25.

informations diffusées et des conséquences que le marché en tire. Il apparaît d'ailleurs que les allégations de fraude font chuter plus lourdement les prix¹⁹⁴. Néanmoins, la vitesse de réaction est aujourd'hui telle que c'est sans doute en raison de la prise de positions courtes elle-même plutôt que des informations diffusées que le cours de l'action baisse à court-terme.

La détention des positions courtes. – En revanche, sur une durée plus importante, la baisse peut se confirmer ou s'inverser selon l'appréciation par le marché des éléments publiés. Il a ainsi été proposé par un activiste short de mettre en place une obligation de détention des prises de positions courtes (ou longues) de 10 jours après la diffusion d'informations sur un titre¹⁹⁵. Cela permettrait au marché d'avoir le temps d'apprécier ces éléments pour juger de la pertinence de la position des fonds activistes, et réduire les opportunités de manipuler le cours pour profiter de bénéfices à très court-terme.

Augmentation des litiges. – Les campagnes activistes short augmentent également à court-moyen terme le nombre de litiges chez la cible, liés notamment à la fraude et à la propriété intellectuelle¹⁹⁶. Cela peut être dû à la divulgation d'informations nouvelles permettant soit aux autorités de poursuivre les émetteurs en cause, soit aux victimes de préjudices de demander des réparations.

2. Les effets à long-terme de la vente à découvert

Effets sur les décisions de financement et d'investissement. – La vente à découvert a tout d'abord un effet sur les décisions de financement et d'investissement de la cible¹⁹⁷. On observe ainsi une baisse d'environ 7% pour chacune. Les études montrent toutefois une augmentation de l'efficacité dans ces décisions¹⁹⁸. Les activistes short tendent donc à déplacer les décisions d'investissement mais un niveau optimal.

Catalyseur de restructurations. – Un autre effet des campagnes activistes short, qui peut s'avérer positif, est celui de catalyseur de restructurations. En effet, ces campagnes peuvent

¹⁹⁴ Barbara A. Bliss, Peter Molk, Frank Partnoy, *Negative Activism* (2019), *op. cit.*

¹⁹⁵ Marc Cohodes, Joshua Mitts, "Pump-and-dump stock trading needs new rules for the digital age", *Financial Times*, 26 avr. 2020, <https://www.ft.com/content/01b765c2-854e-11ea-b6e9-a94cffd1d9bf>

¹⁹⁶ Ian Appel, Jordan Bulka, Vyacheslav Fos, *Short and Report*, Janvier 2019.

¹⁹⁷ G. Grullon, S. Michenaud, J. P. Weston, *The Real Effects of Short-Selling Constraints*, 2014.

¹⁹⁸ *Post-Apocalyptic: The Real Consequences of Activist Short-Selling*, *op. cit.*

révéler des informations qui vont permettre à des créanciers de demander l'ouverture de procédure collective. Elles peuvent également encourager les émetteurs à l'ouverture de procédures amiables. Or, un traitement anticipé des difficultés présente des chances plus importantes de parvenir à une issue positive.

Conclusions sur l'encadrement de la prise de positions courtes. – L'analyse objective des abus de marché et l'appréciation des effets positifs et négatifs de la vente à découvert permettent de conclure après mise en balance des intérêts que la prise de positions courtes ne doit pas être découragée et, qu'au contraire, ses coûts doivent être réduits. Cette réduction des coûts passe dès lors par une application restrictive des manquements d'opération d'initié et de manipulation de cours à la prise de positions courtes dans le cadre des campagnes activistes short.

Section 2 : La régulation de la diffusion d'informations

L'encadrement de la publication de rapports par les fonds activistes pose en premier lieu la question de la place de liberté d'expression en matière financière et du champ de ses exceptions (I). Une fois ce point clarifié, des solutions apparaissent afin de concilier cette liberté avec la protection de l'intégrité du marché, et garantir son efficacité (II).

I. La place de la liberté d'expression en matière financière

La liberté d'expression est d'abord un droit fondamental sur le plan juridique (A) mais elle contribue également à l'efficacité informationnelle des marchés financiers (B).

A. Un droit à valeur fondamentale

Le caractère fondamental de la liberté d'expression en matière financière a besoin d'être réaffirmé (1) pour en tirer ensuite les conséquences quant à l'appréciation des exceptions à ce droit (2).

1. La réaffirmation du caractère fondamental

Sources du droit fondamental à la liberté d'expression. – Le caractère fondamental du droit à la liberté d'expression est incontestable, y compris en matière financière. La réglementation

des abus de marché étant européenne, deux sources sont particulièrement importantes : l'article 10 de la Convention européenne de sauvegarde des droits de l'homme et l'article 11 de la Charte des droits fondamentaux de l'Union européenne.

Portée du caractère fondamental. – Pour la CEDH, la liberté d'expression « constitue l'un des fondements essentiels d'une société démocratique, l'une des conditions primordiales de son progrès¹⁹⁹ ». La CEDH rappelle que cette protection vaut également pour les informations ou idées qui « heurtent, choquent ou inquiètent²⁰⁰ ». Dès lors, la diffusion d'opinions est protégée peu importe la forme et le caractère négatif de ces opinions.

Ce caractère fondamental a des conséquences sur la manière dont les exceptions à la liberté d'expression doivent être envisagées.

2. Les conséquences du caractère fondamental sur les exceptions

Exceptions à la liberté d'expression. – Le second alinéa de l'article 10 délimite le cadre des exceptions à la liberté d'expression. Ce droit peut être « peut être soumis à certaines formalités, conditions, restrictions ou sanctions prévues par la loi, qui constituent des mesures nécessaires, dans une société démocratique, à la sécurité nationale, à l'intégrité territoriale ou à la sûreté publique, à la défense de l'ordre et à la prévention du crime, à la protection de la santé ou de la morale, à la protection de la réputation ou des droits d'autrui, pour empêcher la divulgation d'informations confidentielles ou pour garantir l'autorité et l'impartialité du pouvoir judiciaire. »

De manière générale, l'ingérence dans l'exercice du droit à la liberté d'expression est tolérée si elle répond à un « besoin social impérieux » et qu'elle est « nécessaire dans une société démocratique ». Nul doute que la protection des investisseurs sur les marchés financiers constitue un besoin social impérieux.

Appréciation restrictive des exceptions. – en raison du caractère fondamental de la liberté d'expression, ses exceptions doivent toutefois être interprétées de manière restrictive.

¹⁹⁹ CEDH, 20 oct. 1999, Wille c/ Liechtenstein.

²⁰⁰ CEDH, 23 avr. 2015, Morice c. France.

Au-delà de l'importance de la liberté d'expression pour la démocratie, celle-ci l'est également pour l'efficacité des marchés financiers.

B. Un droit nécessaire à l'efficacité informationnelle

En permettant l'augmentation du nombre d'informations disponibles, la garantie de la liberté d'expression contribue à l'efficacité informationnelle du marché (1). Mais pour que cette dernière soit pleinement satisfaite, les informations en question doivent être correctes (2).

1. L'importance de la disponibilité de toutes les informations

Efficacité informationnelle et disponibilité des informations. – Tel que présenté au sein du chapitre préliminaire, un marché est pleinement efficace lorsque les prix reflètent l'ensemble des informations disponibles. Dès lors, l'augmentation des informations disponibles, permise par la garantie de la liberté d'expression de tous les acteurs, contribue à l'efficacité du marché. En diffusant de nouvelles informations, les short sellers contribuent donc à ce mécanisme. Cette contribution est d'autant plus que l'activisme short vise principalement les sociétés opaques, contrairement à la vente à découvert non activiste²⁰¹.

Impact de l'activisme short. – Dans le cadre d'une campagne activiste, deux types d'informations peuvent être dévoilées au marché à travers la publication du rapport du short seller sur la cible : des informations publiques et des informations privées.

Dans le premier cas, la diffusion d'analyses ou d'opinions à partir d'informations pourtant déjà publiques peut permettre le passage d'une efficacité faible à une efficacité semi-forte. En effet, les prix peuvent ne pas refléter des informations pourtant déjà publiques lorsque le marché n'interprète pas correctement ces données. A ce sujet, des auteurs ont montré la grande capacité des vendeurs à découvert à analyser correctement les informations publiquement disponibles²⁰².

²⁰¹ Wuyang Zhao, *Activist Short-Selling and Corporate Opacity*, 2020 (<https://ssrn.com/abstract=2852041>).

²⁰² Joseph E. Engelberg, Adam V. Reed, Matthew C. Ringgenberg, "How are shorts informed? Short sellers, news, and information processing" (2012), *Journal of Financial Economics* 105 (2), 260– 278.

Dans le second cas, la diffusion d'informations privées peut permettre un passage d'une efficience semi-forte à une efficience forte. En effet, en faisant cela, l'activiste short rend disponibles ces informations privées et permet au prix de les intégrer.

Restrictions néfastes. – Des restrictions trop importantes de la capacité des vendeurs à découvrir à publier des informations seraient donc a priori néfastes pour l'efficience des marchés. Dans des hypothèses telles que le cas Solutions 30, dans lesquelles un activiste short, bénéficiant déjà d'une forte réputation, vend massivement à découvert un titre financier en dévoilant publiquement ses positions courtes – comme le prévoit l'obligation légale – mais sans informations complémentaires ni autres allégations, la cible, de même que les actionnaires, se retrouvent avec les désavantages d'une véritable campagne short (baisse du cours des titres) sans que le marché ne puisse profiter des bienfaits en termes d'informations.

Cette augmentation des informations disponibles serait toutefois néfaste si les informations en question se trouvaient être fausses.

2. L'importance de la véracité des informations disponibles

Efficience du marché et fausses allégations. – Quel est l'impact des fausses allégations sur l'efficience d'un marché financier ? Conformément au processus d'intégration des informations disponibles dans les prix des titres financiers, si ces informations sont fausses alors les prix ne correspondront à leur tour pas à la réalité. Cela aurait pour conséquence d'éloigner le cours de l'action de la société de sa valeur fondamentale, ce qui a un effet néfaste sur l'efficience des marchés et l'allocation optimale des ressources.

Activisme short et fausses allégations. – Prenant compte de ces éléments, les études ont montré que l'activisme short contribue davantage à l'efficience informationnelle qu'il ne la déstabilise²⁰³. Cela signifie que ces fonds activistes tendent globalement à augmenter les informations disponibles plutôt que de diffuser des informations inexactes. Cela distingue les campagnes activistes short des attaques *short and distort* qui consistent en la diffusion

²⁰³ A. Purnanandam and H. Nejat Seyhun, "Do Short Sellers Trade on Private Information or False Information?", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 2018, vol. 53, issue 3, 997-1023.

volontaire et anonyme de fausses informations uniquement pour faire chuter le cours de l'action de la cible et dégager un profit à très court-terme²⁰⁴.

L'importance de la liberté d'expression en matière financière ainsi que la contribution des activistes short étant illustrée, il est nécessaire de déterminer la manière de les promouvoir tout en protégeant l'intégrité des marchés.

II. La conciliation avec la protection de l'intégrité des marchés

Le cadre final de la régulation de la diffusion d'informations par les fonds activistes short, tenant compte à la fois des enjeux de garantie de la liberté d'expression et de protection de l'intégrité des marchés, doit prendre en compte les approches à la fois ex ante, relative aux règles applicables (A), et ex post, relative au contrôle du juge financier (B).

A. Régulation ex ante : précision du régime applicable à la diffusion d'informations

Certains rapports appellent les régulateurs à apporter des clarifications sur l'application ou non du régime des recommandations d'investissement aux white papers publiés par les activistes²⁰⁵. Si cette qualification semble s'appliquer à première vue, elle est en réalité peu pertinente (A) et l'application d'autres obligations de transparence et d'intégrité peuvent suffire (B).

1. Rejet de la qualification de recommandation d'investissement

Application conforme à l'analyse textuelle. – Les recommandations d'investissement sont définies par le Règlement MAR comme « des informations recommandant ou suggérant une stratégie d'investissement, explicitement ou implicitement, concernant un ou plusieurs instruments financiers ou les émetteurs, y compris toute opinion émise sur le cours ou la valeur actuel(le) ou futur(e) de ces instruments, destinées aux canaux de distribution ou au public²⁰⁶ ». Pour entrer dans le champ de cette qualification, ces informations doivent être produites

²⁰⁴ Joshua Mitts, Short and distort (13 février 2020), Columbia Law and Economics Working Paper No. 592, 2019.

²⁰⁵ Recommandation n°2 du Rapport du Club des juristes.

²⁰⁶ Article 3 1. 35) du Règlement MAR.

alternativement par deux catégories de personnes. La première catégorie concerne les informations « produites par un analyste indépendant, une entreprise d'investissement, un établissement de crédit, toute autre personne dont l'activité principale consiste à produire des recommandations d'investissement, ou une personne physique travaillant pour leur compte dans le cadre d'un contrat de travail ou autre, qui, directement ou indirectement, formule une proposition d'investissement déterminée concernant un instrument financier ou un émetteur²⁰⁷ ». la seconde catégorie, subsidiaire, concerne les informations produites par les personnes « qui proposent directement une décision d'investissement déterminée concernant un instrument financier²⁰⁸ ».

Application contraire à l'esprit de la règle. – Comme le souligne certains auteurs, l'application du régime des recommandations aux informations publiées par les activistes short serait contraire à l'esprit initial de la règle²⁰⁹. En effet, cette notion a été introduite pour encadrer spécifiquement l'émission des rapports d'analyste. Elle n'a pas eu vocation à s'appliquer à d'autres acteurs.

Régime partiellement inadapté. – Le Règlement Abus de Marché prévoit que « les personnes qui produisent ou diffusent des recommandations ou d'autres informations recommandant ou suggérant une stratégie d'investissement veillent, avec une diligence raisonnable, à ce que l'information soit présentée de manière objective et à ce qu'il soit fait mention de leurs intérêts ou de l'existence de conflits d'intérêts en rapport avec les instruments financiers auxquels se rapportent ces informations.²¹⁰ » Le Règlement délégué du 9 mars 2016 complète les obligations à la charge de l'émetteur d'une recommandation d'investissement²¹¹. Certaines de ces obligations semblent toutefois inadaptées aux communications des activistes short.

Objectivité. – La première obligation, prévue directement par MAR et précisée par le règlement délégué, est celle de la présentation objective des informations. Elle vise à protéger

²⁰⁷ Article 3 1. 34) i) du Règlement MAR.

²⁰⁸ Article 3 1. 34) ii) du Règlement MAR.

²⁰⁹ Pierre-Henri Conac, « Jugement de Salomon dans l'affaire Casino contre Muddy Waters ? », *Revue des sociétés* 2020, p. 265.

²¹⁰ Article 20 1. du Règlement MAR.

²¹¹ Règlement délégué (UE) 2016/958 de la Commission du 9 mars 2016 complétant le règlement (UE) no 596/2014 du Parlement européen et du Conseil par des normes techniques de réglementation définissant les modalités techniques de présentation objective de recommandations d'investissement ou d'autres informations recommandant ou suggérant une stratégie d'investissement et la communication d'intérêts particuliers ou de l'existence de conflits d'intérêts

les investisseurs et éviter que ces derniers ne soient induits en erreur par une présentation détournée des éléments. Si cette contrainte est cohérente pour les rapports d'analystes, dont le marché attend une analyse neutre des titres financiers, elle semble inappropriée concernant les communications des fonds activistes²¹². En effet, ces communications de la part des vendeurs à découvert n'ont jamais réellement vocation à être objective. Elles viennent justifier la prise de positions courtes et tentent de convaincre le marché que la cible est surévaluée. Le lecteur en a donc nécessairement conscience et peut apprécier avec précaution les analyses et les informations mises en avant.

Identité. – Les personnes qui produisent des recommandations d'investissement doivent également clairement dévoiler leur identité²¹³. Cette obligation amène la question délicate de l'anonymat sur les marchés financiers et, plus spécifiquement, de la possibilité pour des vendeurs à découvert de mener une campagne activiste short sans dévoiler leur identité. Ce type de pratiques, notamment des campagnes short sous pseudonymes, devient de moins en moins rare²¹⁴. Comme illustré dans la seconde vague de l'affaire Casino, ces vendeurs à découvert peuvent également garder l'anonymat en donnant mandat à un avocat pour les représenter. En cas d'application du régime de recommandation d'investissement, la validité de ces pratiques serait remise en cause.

Dans ce débat, il est parfois avancé que l'anonymat est recherché afin d'éviter des poursuites judiciaires. Néanmoins, l'AMF et le Parquet national financier ont en réalité tous les moyens techniques et légaux à leurs dispositions pour identifier les vendeurs à découvert, même si les seuils de déclaration n'ont pas été franchis. Les autorités ont donc, avec ou sans publication de l'identité des short sellers, les moyens de lutter contre les abus de marché et poursuivre les mauvais comportements. Cet anonymat peut en revanche permettre de réduire les éventuelles pressions illégitimes subies par ces fonds à l'occasion des campagnes activistes short²¹⁵. L'élimination de ces pressions représente un coût d'intervention en moins pour la vente à découvert. L'anonymat des vendeurs à découvert n'empêche pas non plus à l'émetteur de répondre publiquement à leurs accusations. Le débat pourra dès lors porter sur le seul point qui

²¹² Le sujet est ici restreint à l'activisme short mais un raisonnement similaire peut être transposé à l'activisme actionnarial.

²¹³ Article 2 1. du Règlement délégué 2016/958.

²¹⁴ Jeff Katz, Annie Hancock, Short Activism: The Rise in Anonymous Online Short Attacks, HLS Forum on Corporate Governance, 27 nov. 2017.

²¹⁵ Owen A. Lamont, "Go Down Fighting: Short Sellers vs. Firms", The Review of Asset Pricing Studies, Volume 2, Issue 1 (Juin 2012).

devrait intéresser les participants du marché : la légitimité des doutes soulevés sur l'état financier de la société.

L'obligation de dévoiler son identité apparaît dès lors comme superflue concernant les informations apportées au marché par les activistes short.

Le rejet du régime des recommandations d'investissement implique de trouver un autre cadre juridique applicable aux diffusions d'informations par les activistes short.

2. Application des obligations de transparence et d'intégrité existantes

Objectifs poursuivis. – Afin de déterminer le régime idéal applicable aux communications dans le cadre des campagnes activistes short, il est nécessaire d'identifier les objectifs à poursuivre afin de protéger les investisseurs et les émetteurs, tout en réduisant le coût des interventions activistes short.

Afin de protéger les investisseurs, l'important est que ces derniers soient conscients des intérêts de celui qui diffuse une information ou donne son opinion sur un titre financier. Les règles de transparence, comprenant à la fois la divulgation des conflits d'intérêts et la déclaration au marché des positions détenues, sont donc cruciales.

La protection de l'émetteur est également à prendre en compte. Il s'agit de le protéger en garantissant la véracité des informations diffusées. Cette protection est d'ailleurs en phase avec celle des investisseurs, qui ne doivent pas fonder leurs décisions d'investissement sur des éléments faux ou trompeurs.

Les règles de transparence. – Concernant l'objectif principal de transparence, il faut remarquer que les seuils de déclaration des positions courtes nettes sont assez bas pour assurer la protection des investisseurs. Ces derniers sont systématiquement informés des parts importantes de vente à découvert. Aucun mécanisme supplémentaire ne semble donc nécessaire pour garantir efficacement la transparence autour des opérations des activistes short.

Les limites de la manipulation de marché. – De même, la protection des émetteurs et des investisseurs est assurée par les limites posées par le champ de la manipulation de marché. Un

activiste, même s'il agit de manière anonyme, sera sanctionné par l'autorité boursière en cas de diffusions d'informations fausses ou de nature à tromper délibérément les investisseurs. Dès lors, aucune protection supplémentaire ne semble non plus nécessaire pour protéger les émetteurs face à une telle hypothèse.

Les mécanismes actuels permettent donc d'ores et déjà d'assurer ex ante la conciliation de la liberté d'expression avec la protection de l'intégrité du marché.

B. Régulation ex post : appréciation des informations diffusées

Objectif. – Une fois le cadre légal idéalement applicable aux diffusions d'informations par les activistes short posé, le but de cette partie est de déterminer la manière efficiente pour l'AMF de contrôler ces diffusions.

Appréciation du caractère faux ou trompeur. – La manière dont l'AMF apprécie le caractère faux ou trompeur des informations peut avoir une répercussion sur les futures diffusions. En effet, si l'appréciation est extensive et tend à sanctionner sévèrement les vendeurs à découvert, ces derniers seront réticents à l'idée de diffuser le maximum d'informations lors de futures campagnes. Or, cette réduction des informations seraient préjudiciables à l'efficience du marché.

L'appréciation doit donc s'en tenir exclusivement au caractère vrai ou faux des éléments publiés. L'AMF doit sanctionner ces informations lorsque la preuve du caractère faux peut être matériellement apportée. Quant au caractère trompeur, les investisseurs doivent être capables de pouvoir décider si les éléments en question sont pertinents ou non, en les mettant en balance avec la réponse de l'émetteur. La sanction systématique d'un caractère trompeur en raison des intérêts du vendeur à découvert à présenter les informations d'une manière négative n'est donc pas souhaitable, dès lors que ces intérêts respectent les obligations de transparence applicables.

Marge d'erreur. – Comme tout acteur des marchés financiers, les fonds vendeurs à découvert peuvent se tromper dans leur appréciation de la situation de la cible ainsi que sur les éléments à leurs dispositions. Si cet acte n'est pas intentionnel, sa sanction plusieurs années plus tard ne semble pas pertinente. Cela renforcerait non seulement la réticence des activistes short d'agir sur les marchés français, mais cela ne permettrait pas non plus de réparer le préjudice causé à

l'émetteur et aux investisseurs. L'idéal serait donc de permettre aux vendeurs à découvert de corriger immédiatement ces éléments faux par le biais d'une autre communication.

Collaboration avec les activistes short. – Enfin, la posture de l'AMF doit se tourner davantage vers une collaboration avec les vendeurs à découvert afin de vérifier les allégations à l'égard des émetteurs tout en encourageant les activistes short à améliorer leurs communications. Une telle collaboration pourrait conduire à la détection plus rapide de certaines fraudes et à l'amélioration des informations disponibles.

*

Propos conclusifs

Clarification du débat sur l'activisme short. – La première étape à toutes discussions ou réformes sur l'activisme en bourse est de distinguer correctement l'activisme long et l'activisme short. Ces deux formes présentent certes des similarités, mais leurs différences fondamentales et la complexité des mécanismes – sociétaires, financiers et économiques – mis en jeu rendent indispensables la conduite d'études distinctes.

L'autre élément clarificateur des débats réside dans la compréhension du rôle des vendeurs à découvert et des activistes short dans les marchés financiers. À ce titre, la volonté des différents groupes de travail de vouloir préserver une certaine neutralité apparaît comme un non-sens. Toute réflexion sur l'encadrement d'une pratique nécessite de déterminer au préalable et de manière claire les comportements jugés comme bénéfiques et ceux considérés comme néfastes. Les premiers doivent être encouragés, par la réduction des coûts d'intervention, et les seconds restreints. L'appréciation doit se faire non seulement en considération des parties prenantes à l'opération, les investisseurs et l'entreprise, mais également des effets macroéconomiques engendrés. À ce titre, l'activisme short apparaît comme bénéfique pour l'efficacité des marchés financiers. Les éventuelles réformes, régulation ex ante, ou la position de l'AMF, régulation ex post, doivent donc permettre d'encourager cette activité tout en instaurant des mécanismes de protection face à une pratique qui peut être également dévastatrice.

Réformes envisageables. – Afin de réduire les coûts de l'activisme short liés au risque juridique, il serait pertinent sur le plan européen de profiter de la révision de MAR pour restreindre l'opération d'initié. Cette restriction doit être double. D'abord, le champ de l'information privilégiée doit être réduit et l'auto-initiation définitivement écartée, sauf éventuellement dans certaines hypothèses particulières. Cette clarification peut se faire soit au sein du règlement même, soit par une position de l'ESMA ou de l'AMF. La réglementation gagnerait également à restreindre l'opération d'initié en supprimant le devoir général d'abstention pesant sur tous les initiés et en fondant les sanctions sur la violation d'un devoir particulier, à l'image du système américain. Une telle modification de l'opération d'initié sera profitable à l'ensemble du marché et des intervenants.

Ensuite, pour protéger les émetteurs et les actionnaires d'attaques *short and distort* destinées uniquement à profiter de la réaction quasi-mécanique du marché à la vente à découvert, il serait pertinent de réfléchir à l'introduction d'une obligation de détention des positions courtes pendant une certaine durée. Cela donnerait en effet le temps au marché d'apprécier les éléments apportés par le vendeur à découvert et de se faire son avis sur la valeur du titre de la cible. La durée de la détention doit être déterminée de manière à laisser un temps suffisant aux investisseurs mais ne peut être excessive en raison des coûts de la vente à découvert. Si une telle obligation est introduite, elle pourra être accompagnée d'exception pour permettre dans certaines hypothèses de déboucler les positions courtes avant l'expiration du délai et ne pas instaurer ainsi un mécanisme trop rigide.

Positionnement de l'AMF. – Dans le traitement des campagnes activistes short, l'AMF a un intérêt à agir avec précaution dans l'ouverture des enquêtes et de s'abstenir de toute intervention extrême telle que la suspension des ventes à découvert. L'échec frappant de la BaFin dans le dossier de Wirecard doit servir d'exemple comme attitude à éviter. Dans le même esprit, l'AMF doit favoriser une collaboration avec les vendeurs à découvert afin de vérifier les allégations et poursuivre efficacement les fraudes. Si les informations diffusées se trouvent être fausses sans que l'auteur n'ait eu l'intention de manipuler le marché, la meilleure protection pour l'émetteur et les investisseurs reste la possibilité pour l'AMF de demander à rectifier rapidement ces informations ou d'apporter davantage de précision, plutôt que d'une lourde sanction a posteriori.

Dans l'optique de réduction des coûts, l'AMF devrait s'abstenir d'appliquer le régime des recommandations d'investissement aux informations publiées par les activistes short. Une intervention de l'ESMA sur ce point serait d'ailleurs la bienvenue. Cela n'empêcherait pas pour autant de faire peser sur les vendeurs à découvert les obligations de transparence nécessaires à la protection du marché et des émetteurs.

BIBLIOGRAPHIE

OUVRAGES

A. Couret, H. Le Nabasque, M-L. Coquelet, T. Granier, D. Poracchia, A. Raynouard, A. Reygrobelle, D. Robine, *Droit financier*, Précis Dalloz, 2019.

D. Martin, E. Dezeuze, F. Bouaziz, *Les Abus de marché*, Lexis Nexis, 2013.

Emilios Avgouleas, *The Mechanics and Regulation of Market Abuse*, Oxford University Press, 2005.

ARTICLES

Articles sur la vente à découvert

Barbara A. Bliss, Peter Molk, Frank Partnoy, Negative Activism (2019), 97 Washington University Law Review; University of Florida Levin College of Law Research Paper No. 19-19.

Wuyang Zhao, “Activist Short-Selling and Corporate Opacity”, 2020.

Joshua Mitts, “Short and distort” (2020), Columbia Law and Economics Working Paper No. 592, 2019.

Joshua Mitts, “A Legal Perspective on Technology and the Capital Markets: Social Media, Short Activism and the Algorithmic Revolution” (2019), Columbia Law and Economics Working Paper No. 615.

Owen A. Lamont, “Go Down Fighting: Short Sellers vs. Firms”, The Review of Asset Pricing Studies, Volume 2, Issue 1 (Juin 2012).

Owen A. Lamont, “Short Sale Constraints and Overpricing”, NBER Reporter, Research Summary, 2005.

Pierre-Henri Conac, « Jugement de Salomon dans l'affaire Casino contre Muddy Waters ? », *Revue des sociétés* 2020, p. 265.

Ian Appel, Jordan Bulka, Vyacheslav Fos, “Short and Report”, Janvier 2019.

G. Grullon, S. Michenaud, J. P. Weston, “The Real Effects of Short-Selling Constraints”, 2014.

Vivian W. Fang, Allen Huang, Jonathan M. Karpoff, Short Selling and Earnings Management: A Controlled Experiment, *Journal of Finance*, Vol 71, No. 3 (Juin 2016), pp. 1251-1294.

A. Purnanandam and H. Nejat Seyhun, “Do Short Sellers Trade on Private Information or False Information?”, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 2018, vol. 53, issue 3, 997-1023.

Yu Ting Forester Wong, Wuyang Zhao, Post-Apocalyptic: The Real Consequences of Activist Short-Selling (2017), Marshall School of Business Working Paper No. 17-25.

Hubert de Vauplane, « L'activisme des short selling funds », RTDF n° 2/3-2018, Octobre 2018.

Ian Appel, Jordan Bulka, Vyacheslav Fos, Short and Report, 2019.

Joanna Lee, “Activist Short Sellers: Market Manipulators or Market Predators?” (2013), 32 *Rev. Banking & Finance*. 274.

Joseph E. Engelberg, Adam V. Reed, Matthew C. Ringgenberg, “How are shorts informed? Short sellers, news, and information processing” (2012), *Journal of Financial Economics* 105 (2), 260– 278.

Ekkehart Boehmer, Charles M. Jones, Xiaoyan Zhang, “Which shorts are informed?” (2008), *Journal of Finance*. 63, (2), 491-528, Research Collection Lee Kong Chian School Of Business.
Ekkehart Boehmer, Juan Wu, “Short Selling and the Price Discovery Process”, *Review of Financial Studies*, 2012.

Jonathan M. Karpoff, Lou Xiaoxia, “Short Sellers and Financial Misconduct” (2010), *The Journal of Finance*, 65(5), 1879- 1913.

Benjamin M. Blau, Chip Wade, “Informed or Speculative: Short Selling Analyst Recommendations”, *Journal of Banking & Finance*, Vol. 36, issue 1, janvier 2012, pp. 14-25.

Jeff Katz, Annie Hancock, “Short Activism: The Rise in Anonymous Online Short Attacks”, *HLS Forum on Corporate Governance*, 27 nov. 2017.

Ian Appel, Vyacheslav Fos, “Active Short Selling by Hedge Funds”, *ECGI Working Paper Series in Finance*, Working Paper N° 609/2019, Janvier 2020.

Paul Davis, Charlotte Conlin, Shahen Mirakian, Leila Rafi, Sandra Zhao, Kelly Kan, “An Analysis of the Short Selling Landscape in Canada: A New Path Forward is Needed to Improve Market Efficiency and Reduce Systemic Risk”, Octobre 2019.

Yashar H. Barardehi, Andrew Bird, Stephen A. Karolyi, Thomas G. Ruchti, “Are Short Selling Restrictions Effective?”, 2019.

Jason Turkiela, “Does Short Selling Inform or Manipulate Capital Investment?”, 2019.

Xia Chen, Qiang Cheng, Ting Luo, Heng Yue, “Short sellers and long-run management forecasts”, juin 2019.

Kristina Rennekamp, Kathy Rupar, Nicholas Seybert, “Short-selling Pressure, Reporting Transparency, and the Use of Real and Accruals Earnings Management to Meet Benchmarks” (décembre 2017), Robert H. Smith School Research Paper No. RHS 2757150.

Oscar H. Florindo, José S. Penalva, Mikel Tapia, “Short-selling Constraints Generate Overpricing: Evidence from Rule 201”.

Corrado Malberti, Stéphane Rousseau, Konstantinos Sergakis, “The Regulation of Short Selling: A Transatlantic Discussion on Policy Issues and Instruments”, Colloque du Réseau transnational de droit bancaire et financier, Montréal, 2 mai 2018.

Massimo Massa, Bohui Zhang, Hong Zhang, “The Invisible Hand of Short Selling: Does Short Selling Discipline Earnings Management?”, *The Review of Financial Studies*, Vol. 28, No. 6 (juin 2015), pp. 1701-1736.

Gustavo Grullon, Sébastien Michenaud, James P. Weston, “The Real Effects of Short-Selling Constraints”, *The Review of Financial Studies*, Vol. 28, No. 6 (juin 2015), pp. 1737-1767.

Chinmay Jain, Pankaj Jain, Thomas H. McInish, “A Comparative Analysis of Short Selling Restrictions” (janvier 2012), Midwest Finance Association 2012 Annual Meetings Paper.

Asher Curtis, Neil L. Fargher, “Does short-selling amplify price declines or align stocks with their fundamental values?”, *Management Science*, Vol. 60, No. 9 (septembre 2014), pp. 2324-2340.

Pedro A. C. Saffi, Kari Sigurdsson, “Price Efficiency and Short Selling”, *Review of Finance Studies*, Vol. 24, No. 3, 2011, pp. 821-852.

Adam V. Reed, “Short Selling”, *Annual Review of Financial Economics*, Vol. 5 (2013), pp. 245-258.

Oscar Bernal, Astrid Herinckx, Ariane Szafarz, “Which short-selling regulation is the least damaging to market efficiency? Evidence from Europe”, *International Review of Law and Economics* 37 (2014) 244–256.

Articles sur les abus de marché

Frank Martin Laprade, « Contentieux boursier : abus de marché et autres manquements », *Répertoire des sociétés*, septembre 2017.

Antoine Gaudemet, « Activisme actionnarial : le débat ne se joue pas où l'on croit », *BJB* nov. 2019, n° 118s3, p. 64.

Alain Pietrancosta, “Brief Remarks on the Necessary Clarification of Market Abuse Prohibitions in Times of Shareholder Activism”, RTDF 2019/3.

Cass R. Sunstein, Fifty Shades of Manipulation, 1 J. Marketing Behav. 213 (2016).

Stefano Lombardo, Some Reflections on the Self-insider and the Market Abuse Regulation – The Self-insider as a Monopoly-Square Insider, (2020), European Corporate Governance Institute, Law Working Paper No. 512/2020139

Michael Faure, Franziska Weber, “The Diversity of the EU Approach to Law Enforcement — Towards a Coherent Model Inspired by a Law and Economics Approach”, German Law Journal, Vol. 18 No. 04.

François Barrière, « L’artificielle fixation du cours de bourse », BJB sept. 2016, n° 114p1, p. 358.

Eric Laut, « Les pièges multiples de l’information privilégiée », LPA 23 oct. 2019, n° 148v0, p. 4.

Éric Dezeuze, « Abus de marché - La refonte de la répression des abus de marché Loi n° 2016-819 du 21 juin 2016 », La Semaine Juridique Edition Générale n° 29, 18 Juillet 2016, 846.

Stéphane Torck, « Les nouveaux enjeux des délits et des manquements boursiers », BJB mars 2017, n° 116t2, p. 171.

Stephen M. Bainbridge, “The Law and Economics of Insider Trading 2.0”, 2019.

Henry G. Manne, Insider Trading and the Stock Market, Free Press, 1966.

James D. Cox, “Insider Trading and Contracting: A Critical Response to the “Chicago School””, 1986, Duke Law Journal 628-659 (1986).

Peter J. Henning, “What’s So Bad About Insider Trading Law?”, The Business Lawyer Chicago Vol. 70, Iss. 3 (2015), pp. 751-776.

John Anderson, “Insider Trading and the Myth of Market Confidence”, 56 WASH. U. J. L. & POL’Y 001 (2018).

Taylor Leland Smith, Walter E. Block, “The Economics of Insider Trading: A Free Market Perspective”, Journal of Business Ethics, Vol. 139, No. 1 (novembre 2016), pp. 47-53.