



Par Olivia Dufour

# LVMH-Hermès : les

Le 31 mai dernier, la commission des sanctions de l'Autorité des marchés financiers a examiné l'une des plus importantes affaires de son histoire : la montée de LVMH au capital d'Hermès en 2010. Durant toute une journée, la commission réunie en assemblée plénière a entendu l'accusation et la défense. Un mois plus tard, LVMH a été sanctionné à hauteur de 8 millions d'euros. Retour sur le dossier.

**A**utorité des marchés financiers, vendredi 31 mai 2013, 10 heures du matin. Une discrète affichette sur la porte informe que le gendarme de la bourse s'apprête à examiner en séance publique le dossier LVMH. L'affaire remonte à trois ans : le 23 octobre 2010, le groupe LVMH prend la place de Paris par surprise en annonçant qu'il détient 14,01 % du capital d'Hermès ainsi qu'un contrat d'*equity linked swaps* qui lui donne potentiellement accès à 3 % d'actions supplémentaires. En principe, un actionnaire qui augmente sa participation dans une société doit procéder à des déclarations de franchissement de seuil à 5, 10, 15 %, etc. Comment LVMH a-t-il pu mettre la main sur 17 % des actions sans que personne n'en soit informé ?

## EQUITY SWAPS ET FRANCHISSEMENT DE SEUIL

Un instrument "exotique" a servi à la manœuvre : les *equity linked swaps*. À cette époque, les banques d'affaires vendent à leurs clients des contrats qui permettent de se positionner sur un titre coté sans en déboursier le prix. Moyennant une rémunération versée à sa banque, le souscripteur empoche les dividendes et verse ou perçoit, à l'issue du contrat, la différence entre le prix des titres lors de la conclusion de l'accord et celui au moment du dénouement. En soi, l'opération est légale et constitue même un investissement très attractif. Mais ce type de produit peut aussi être

utilisé à des fins discutables : comme la détention d'*equity swaps* ne donne pas lieu à déclaration de franchissement de seuil, les titres constituent l'outil rêvé pour celui qui entend monter discrètement dans le capital d'une société en vue d'en prendre le contrôle.

Plusieurs sociétés en ont d'ailleurs fait les frais à l'époque en Italie, en Suisse, aux États-Unis et même en France. Ainsi, le 7 février 2008, le fonds d'investissement Wendel annonce au marché être devenu le premier actionnaire de Saint-Gobain avec 18 % du capital. L'enquête déclenchée par l'Autorité des marchés financiers (AMF) révélera une stratégie de prise de contrôle appuyée précisément sur des contrats d'*equity swaps*. Et par une décision du 13 décembre 2010, Wendel et son directeur général se verront infliger une amende de 1,5 million d'euros. En parallèle, Bernard Field, membre du collège de l'AMF mais aussi secrétaire général de Saint-Gobain, recommande dans un rapport publié fin 2008 d'inclure désormais les produits de type *equity swaps* dans les calculs de franchissement de seuil. Il faudra toutefois attendre une loi de mars 2012 pour que la France, à l'initiative du sénateur Philippe Marini, opère enfin cette réforme. Ce sont tout ces éléments que l'AMF doit prendre en compte ce vendredi 31 mai. Le groupe LVMH a-t-il volontairement eu recours à des *equity linked swaps* pour contourner les règles d'information du marché et monter dans le capital d'Hermès de façon occulte ?

## SALLE COMBLE

10 h 10. Une vingtaine de journalistes se sont déplacés pour l'occasion, on repère même des caméras de télévision. Surtout, l'affaire a attiré un grand nombre de curieux, parmi lesquels des financiers, mais aussi des avocats d'affaires. On reconnaît Philippe Ginestié, conseil d'Hermès, Thierry Gontard, managing partner de Simmons & Simmons et grand habitué de la commission, Diane Pasturel, ex-collaboratrice de la COB, aujourd'hui associée du cabinet **Brandford-Griffith**. La direction de l'AMF s'est également déplacée au grand complet, et notamment la patronne des services d'enquête, Sophie Baranger.

L'ouverture des portes tarde. À 10 h 35, le public est enfin autorisé à entrer. La commission des sanctions, dont les douze membres sont exceptionnellement réunis en assemblée plénière, est déjà installée dans la salle, une pièce aveugle dans laquelle les tables sont disposées en rectangle, comme pour un banquet. À droite de la commission, le rapporteur accompagné de deux collaborateurs. À gauche, un membre du collège de l'AMF, Philippe Adhémar, est venu en personne (habituellement, le collège envoie un représentant), et le représentant du Trésor.

Devant la commission, LVMH est représenté par Georges Terrier, associé de Davis Polk, accompagné de son bras droit, Jérôme Sibille. Par ailleurs, plusieurs cadres dirigeants du groupe se

# swaps de la discorde

sont déplacés, à la demande expresse de la commission des sanctions qui a indiqué vouloir les entendre. On reconnaît Pierre Godé, vice-président, Jean-Jacques Guiony, directeur financier, Bernard Kuhn, directeur juridique, ainsi que Pierre Dehen, directeur financier adjoint du groupe Arnault, qui a piloté les contrats d'*equity linked swaps* à l'époque. La défense a par ailleurs sollicité l'expertise de Dominique Ledouble, ancien président de l'Ordre des experts-comptables, et d'un cadre de la Société Générale.

## ACHARNEMENT MÉDIATIQUE ET INSUFFISANCES DE L'ENQUÊTE

10 h 45. La présidente de la commission, Claude Nocquet, donne la parole à Georges Terrier car celui-ci a décidé de soulever plusieurs nullités de procédure. D'entrée de jeu, l'avocat s'indigne en dénonçant l'acharnement médiatique à l'encontre de son client. Il est vrai que, quelques jours plus tôt, *Le Monde* a révélé le contenu du rapport d'enquête de l'AMF, en principe confidentiel. Très à charge, l'article décrit par le menu la stratégie mise en place depuis le début des années 2000 par LVMH pour prendre le pouvoir chez Hermès. L'avocat fait également référence à une interview accordée par Jean-Pierre Jouyet au *Journal du Dimanche* dans laquelle le président de l'AMF aurait expliqué en substance que le fait que la loi n'incluait pas les *equity swaps* dans les déclarations de franchissement de seuil à l'époque n'exonérait pas les acteurs financiers de leurs responsabilités...

George Terrier s'en prend ensuite à l'enquête, dont il pointe les insuffisances et le manque de loyauté, et s'indigne de n'avoir pas eu accès, à l'issue des investigations, à toutes les pièces qui fondent l'accusation. Au bout d'une heure de plaidoirie, il sort enfin sa carte maîtresse. On reproche à LVMH d'avoir communi-



Selon une décision du 25 juin dernier de la commission des sanctions de l'Autorité des marchés financiers, LVMH aurait patiemment développé depuis le début des années 2000 une stratégie occulte visant à prendre le contrôle d'Hermès. LVMH a fait appel de la décision.

qué en octobre alors que cela aurait dû être fait au mois de juin précédent ? L'avocat brandit une consultation de l'AMF sollicitée par le juge pénal dans le cadre d'une plainte d'Hermès pour délit d'initié. Dans ce document, l'AMF explique que l'information relative à la montée de LVMH dans le capital n'est devenue certaine et donc privilégiée que le 21 octobre, date à laquelle l'opération a été autorisée par le conseil d'administration. Comment dès lors reprocher à LVMH de n'avoir pas informé le marché en juin, alors que l'AMF admet elle-même que l'opération n'a pris consistance que le 21 octobre ? Le rapporteur, Michel Pinault, qui prend la parole après l'avocat, tempère quelque peu l'effet produit par la défense, en soulignant que le manquement d'initié, d'une part, et le retard dans l'information du marché tel que décrit par l'article 223-6 du règlement général de l'AMF, d'autre part, sont deux infractions distinctes. La présidente ordonne une suspension pour se

prononcer sur ces demandes et permettre à tout le monde de déjeuner.

## L'INTERPRÉTATION DU RAPPORTEUR...

14 h 30. La séance reprend. La commission a finalement décidé qu'elle statuerait sur les arguments de procédure en même temps que sur le fond. Comme il est d'usage, le rapporteur prend la parole en premier pour exposer les trois accusations portées contre LVMH. D'abord, il est reproché au groupe de luxe de n'avoir pas inscrit nommément dans ses comptes sa participation à hauteur de 4,69 % du capital d'Hermès acquise en 2002 via deux filiales étrangères. Pour l'AMF, c'est un manquement à l'obligation de publier une information précise et sincère. De même, LVMH a bien inscrit dans ses comptes son exposition sur des titres du secteur du luxe à hauteur d'un milliard via les *equity linked swaps* mais sans préciser là encore qu'il s'agit

d'Hermès, ce qui constitue un deuxième manquement aux règles de l'information financière. Mais le principal grief est ailleurs. En 2008 donc, LVMH souscrit trois contrats d'*equity linked swaps* sur le titre Hermès auprès de Nexgen, CACIB et Société Générale. Les contrats portent chacun sur un peu moins de 5 % du capital. Ils sont en principe dénouables en numéraire mais, en juin 2010, LVMH contacte les trois établissements et leur demande un dénouement anticipé en actions. Deux des trois banques acceptent. L'été passe et, le 21 octobre, le conseil d'administration du groupe valide l'opération. C'est ainsi que le 23 octobre, LVMH annonce au marché qu'il détient 14,01 % du capital d'Hermès, ainsi qu'un contrat d'*equity linked swaps* non encore dénoué, susceptible de porter sa participation à 17 %.

Pour le rapporteur, en application de l'article 223-6 du règlement général de l'AMF, LVMH aurait dû informer le marché au plus tard en juin du fait qu'il préparait une opération sur Hermès. À ses yeux, les dissimulations comptables ajoutées au recours à ces produits dérivés prouvent le caractère délibérément occulte de la montée au capital. Le



Hermès a par ailleurs assigné LVMH devant le Tribunal de commerce de Paris en juin dernier, une procédure qui vient s'ajouter à la plainte pénale déposée pour délit d'initié et manipulation de cours

tion et les *equity linked swaps* souscrits en 2008, des investissements très à la mode à l'époque. Pourquoi Hermès ? LVMH estime que la société est sous-évaluée en bourse, explique-t-il. Et l'avenir lui donnera raison. Quant au changement de stratégie en 2010, il s'explique par les conditions de marché. Au premier semes-

démontrant une quelconque stratégie de prise de contrôle ? À part des offres commerciales non sollicitées de la part de banques d'affaires, il n'y en a aucun, relève-t-il. LVMH a investi sur le titre Hermès, c'est tout. Le reste relève du scénario de polar financier, ajoute-t-il. La séance est levée aux alentours de 20 heures.

## Pour la défense, LVMH a investi sur le titre Hermès, c'est tout. Le reste relève du scénario de polar financier.

représentant du collège de l'AMF, Philippe Adhémar, qui prend la parole à sa suite, souligne alors l'exceptionnelle gravité des faits et réclame le montant maximum de l'amende encourue à l'époque : 10 millions d'euros.

### ...ET CELLE DE LA DÉFENSE

La défense ne rend pas les armes, bien au contraire. L'AMF vient de montrer comment LVMH aurait patiemment développé depuis le début des années 2000 une stratégie occulte visant à prendre le contrôle d'Hermès ? Georges Terrier va s'efforcer de démontrer que les mêmes faits peuvent être interprétés de façon radicalement différente. Ainsi, les 4,9 % acquis en 2002 étaient un simple investissement dans le secteur du luxe, ce qui est normal de la part d'un groupe... de luxe. Et pendant six ans, il ne se passe plus rien, souligne l'avocat, ce qui montre qu'il n'y a aucun lien entre cette prise de participa-

tre 2010, les échanges sur le titre Hermès se contractent, passant de 400 000 titres par jour à 80 000, ce qui impose de réviser les contrats d'*equity linked swaps*. Le directeur financier, Pierre Dehen, interroge alors les banques, qui lui présentent différents scénarios. La décision est renvoyée en septembre. Fin août, le titre Hermès a bondi de 109 à 150 euros et la plus-value potentielle de LVMH est de l'ordre du milliard. La solution la plus prudente, notamment pour ne pas affoler le marché, consiste à opérer un dénouement en actions. Le scénario est présenté au conseil d'administration qui l'entérine le 21 octobre, et LVMH déclare sa participation le 23 octobre suivant. Voilà pour l'interprétation des faits, selon la défense. Sur le plan juridique, l'avocat explique que ce dossier n'a rien à voir avec celui du fonds d'investissement Wendel. Quel pouvoir le groupe LVMH pouvait-il espérer prendre sur une société verrouillée dans une commandite par actions ? Où sont les éléments

Moins d'un mois plus tard, le 25 juin, la commission des sanctions de l'AMF infligera 8 millions d'euros de sanction à LVMH, estimant que le groupe a publié une information trompeuse s'agissant des *equity linked swaps* (mais pas de la participation de 4,9 % acquise en 2002) et, surtout, qu'il aurait dû informer le marché en juin. LVMH a alors indiqué qu'il allait faire appel. Pour les avocats spécialisés en droit boursier, l'affaire soulève une question cruciale, celle de la date à laquelle il convient de communiquer une information au marché. Mais on ne saura jamais ce qu'en auraient pensé les juges de la Cour d'appel de Paris : dans un communiqué du 3 septembre, le groupe LVMH a indiqué que, soucieux « d'assurer une saine gestion de sa participation dans Hermès », il renonçait à faire appel. De son côté, Hermès a assigné LVMH devant le Tribunal de commerce de Paris en juin pour tenter d'obtenir l'annulation des *equity swaps*. Une procédure qui vient s'ajouter à la plainte pénale déposée pour délit d'initié et manipulation de cours. La justice n'en a donc pas terminé avec l'affrontement des grands noms du luxe français. ■